

Санкт-Петербургский государственный университет

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
по направлению «Экономика»
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ
КОМПАНИЙ

Выполнила:

Бакалавриant 4 курса, 13.Б08-э

Измайлова София Андреевна

Научный руководитель:

доктор экономических наук

Ковалев Виталий Валерьевич

Санкт-Петербург

2017

Содержание

Введение	3
Глава 1. IPO: сущность процедуры, преимущества данного способа инвестирования	7
1.1. Понятие IPO и цели публичного размещения акций	7
1.2. Особенности проведения IPO: преимущества, недостатки, выбор площадки размещения.....	9
Глава 2. Анализ мирового и российского рынка IPO, в том числе высокотехнологичных компаний	17
2.1. Характеристика и основные тенденции проведения IPO в мире и в России.....	17
2.2. Анализ рынка IPO высокотехнологичных компаний	23
Глава 3. Исследование между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией на примере российских высокотехнологичных компаний.....	30
3.1. Методология и выбор объекта исследования	30
3.3. Построение корреляционно-регрессионных моделей для исследуемых компаний и их проверка.....	39
Заключение.....	55
Список использованных источников.....	57

Введение

Высокотехнологические компании в настоящий момент являются представителями одной из наиболее перспективных и развивающихся отраслей на мировом рынке. Число компаний в данной отрасли ежегодно растет, что обусловливается быстрым развитием IT-технологий и глобальностью деятельности данных компаний. Выручка, рыночная капитализация и другие финансовые показатели данных компаний также показывают рост стремительными темпами. В настоящий момент наиболее «дорогими» представителями отрасли высоких технологий являются уже не компании, которые разрабатывают какой-либо уникальный продукт, а компании, которые предоставляют платформу для дальнейшей деятельности. Такие компании способны охватывать более широкий масштаб аудитории, именно поэтому в настоящий момент наиболее высоко оцененными компаниями на мировом рынке являются представители изучаемой отрасли – социальная сеть Facebook и крупнейшая китайская компания в сфере интернет-коммерции Abibaba. Таким образом, стоит отметить, что несмотря на то, что сфера высоких технологий не является наиболее широко представленной на мировых биржах, в то же время включает в себя компании, которые находятся на верхних позициях по уровню капитализации в мире.

Однако некоторые компании, осуществляющие свою деятельность в сфере высоких технологий, в настоящий момент только планируют проводить процедуру IPO, что позволяет сделать вывод об актуальности изучения методов оценки высокотехнологичным компаний. Для компаний данной отрасли вопрос определения стоимости бизнеса стоит наиболее остро. Этот факт объясняется тем, что для высокотехнологичных компаний зачастую определить их стоимость достаточно трудно, что объясняется спецификой их деятельности. Так, подавляющее большинство компаний не содержат на балансе значительных объемов материальных активов, что заставляет инвесторов скептически относиться к методам оценки данных компаний и с опаской вкладывать в такие компании. Именно поэтому следует уделить особое внимание вопросу формирования стоимости высокотехнологичных компаний, чтобы убедиться в том, что высокотехнологичные компании действительно обладают огромной ценностью на мировом рынке и их цена сформирована под влиянием факторов, действительно обуславливающих их высокую стоимость. Так, данный феномен в нашей стране стал известен под формулировкой «Почему Uber стоит дороже Газпрома». Ведь в том случае, если высокая стоимость высокотехнологичных компаний формируется под влиянием спекулятивных мотивов, а также на основе неверно рассчитанных ожиданий будущей стоимости таких компаний, то сегодняшнее лидирующее положение

высокотехнологичных компаний на мировых биржевых площадках может привести к новому кризису, подобному кризису доткомов, разгоревшемуся на мировой арене в начале 2000-х годов.

Отрасль высоких технологий имеет большое значение также и в России. Разумеется, число российских высокотехнологичных компаний, чьи акции котируются на бирже, сравнительно невелико, если проводить сравнение, например, с американскими компаниями. Тем не менее, данная отрасль имеет ключевое значение для страны, которая в настоящий момент заинтересована в расширении числа компаний, задействованных в несырьевых отраслях. Так, отрасль высоких технологий в связи с требованиями рынка и тенденциями на мировом пространстве может быть рассмотрена как одно из приоритетных направлений развития. Тем не менее, существует широко распространенное мнение о недооцененности российских компаний на бирже. Одной из задач данной работы является именно проверка этой гипотезы на примере российских высокотехнологичных компаний. В качестве объектов проверки будут представлены российские телекоммуникационные компании. В качестве метода для определения капитализации компаний был выбран метод остаточной чистой прибыли. Данный метод, изобретенный для применения на рынке США, был проверен российскими учеными А. В. Волковым и Л. Д. Бухваловым на примере российских компаний, в результате чего они сделали вывод о том, что он действительно может быть использован для прогнозирования и расчета их капитализации. Так, автору предстоит убедиться в том, подходит ли данный метод для оценивания высокотехнологичных компаний. Таким образом, если возможность практического использования модели будет подтверждена, то компании смогут использовать её для формирования прогнозов относительно текущей и будущей стоимости компании.

Также отдельное значение в работе посвящается процедуре IPO. В настоящий момент проведение IPO – это больше чем привлечение средств компанией для расширения своей дальнейшей деятельности. Однако в настоящий момент на рынке IPO отмечается резкий спад числа компаний, прибегающих к размещению своих акций. Таким образом, автору предстоит разобраться в преимуществах и недостатках данной процедуры, а также провести анализ результатов деятельности компаний, которые уже вышли на IPO.

Цель выпускной квалификационной работы заключается в проведении исследования зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний телекоммуникационной отрасли при помощи использования метода остаточной чистой прибыли и формулировании выводов о возможности применения данного метода для оценки стоимости российских высокотехнологичных компаний.

В качестве **задач** исследования автором были определены следующие положения:

- Выявить основные особенности проведения процедуры IPO, а также ее преимущества и недостатки
- Проанализировать основные тенденции рынка IPO на российском и мировом биржевом рынке
- Провести исследование рынка высокотехнологичных компаний в России и в мире
- Сформулировать упрощенную модель остаточной чистой прибыли для расчета фундаментальной ценности компании
- Рассчитать фундаментальной ценности российских телекомов методом остаточной чистой прибыли
- Провести корреляционно-регрессионный анализ между показателями фундаментальной ценности компании и её рыночной капитализацией, полученной по данным биржевых котировок
- Сделать вывод о возможности практического применения метода чистой прибыли для оценки стоимости российских высокотехнологичных компаний.

В качестве объекта курсовой работы была выбрана стоимость высокотехнологичных компаний, а предметом являются высокотехнологичные компании, в том числе проводящих процедуру IPO, а также биржевые площадки и современный фондовый рынок.

Теоретической основой курсовой работы являются исследования в оценки бизнеса, фондового рынка и корпоративных финансов современных зарубежных и российских ученых-экономистов, в том числе А. Дамодарана, Р. Брейли, С. Майерса, А. В. Волкова и Л. Д. Бухвалова, Р. Гедесса, С. В. Гвардина, законодательные акты, а также аналитические отчеты крупнейших аудиторских компаний. В качестве информационной базы используются данные, полученные в открытом доступе на сайтах компаний, которые публикуют отчетность в открытом доступе, так как являются публичными обществами и отчетность, полученная в справочно-информационной системе «СПАРК-ИНТЕРФАКС», а также публикации в российских экономических изданиях, в том числе журналах «РБК», «Ведомости», «Эксперт».

Дипломная работа состоит из трёх глав, каждая из которых также разделена на параграфы. Первая глава посвящена теоретическим основам процедуры IPO, целям проведения данной операции, а также преимуществам и недостаткам, возникающим вследствие выхода компании на биржу. Во второй главе раскрываются особенности мирового и российского рынка IPO, а также анализ рынка высокотехнологичных компаний и проведения процедуры IPO компаниями данной отрасли. В третьей главе рассматриваются особенности оценивания высокотехнологичных компаний, а также формулируется модель оценивания методом

остаточной чистой прибыли. Далее в работе производится расчет фундаментальной ценности компании выше указанным методом для российских телекомов и проводится корреляционно-регрессионный анализ с использованием прикладного программного пакета Gretl. В результате проведенного анализа будут сделаны выводы о возможностях применения данного метода для прогнозирования капитализации высокотехнологичных компаний.

Глава 1. IPO: сущность процедуры, преимущества данного способа инвестирования

1.1. Понятие IPO и цели публичного размещения акций

Процедура IPO в настоящий момент стала одним из часто используемых способов финансирования деятельности компаний наряду с использованием собственных средств акционеров, привлечением банковских кредитов, выпуском облигаций и векселей. Данным способом фондирования активно пользуются компании всего мира, осуществляющие деятельность в разных отраслях. Российский фондовый рынок относительно молодой, однако российские компании нередко пользуются процедурой IPO как и их зарубежные коллеги.

Аббревиатура IPO происходит от английского термина Initial Public Offering, что в переводе означает первое публичное размещение. Таким образом, важно понимать, что до осуществления процедуры IPO акции компании, которая проводит процедуру IPO, на бирже не котируются. Однако частично здесь может присутствовать вторичное предложение в том случае, когда владельцы акций в числе выпущенных в открытую продажу продают часть уже существующих, принадлежащих им ценных бумаг.¹

В российском законодательстве процедура IPO определена как «Публичное размещение ценных бумаг - размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах. Не является публичным размещение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах».²

Сущность процедуры IPO является достаточно прозрачной, однако в первую очередь необходимо понимание того, что заставляет компании проводить IPO и какие цели преследуют акционеры в этом случае. Таким образом, возникает задача определить, в каких ситуациях IPO является необходимым этапом для дальнейшего развития компании.

В нашей стране число компаний, акции которых обращаются на бирже, относительно низкое в сравнении со странами с развитым фондовым рынком, к которым в первую очередь относят США и Великобританию. Для объяснения данного факта есть ряд объективных причин, в том числе «молодость» российского фондового рынка, заниженная капитализация российских компаний, низкий интерес населения к рынку ценных бумаг, а также отсутствие крупных компаний во многих отраслях. К настоящему моменту большинство крупных и

¹ Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов: монография / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – с. 377.

² Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. "О рынке ценных бумаг"// URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (Дата обращения: 15.10. 2016)

очень крупных компаний уже провели процедуру IPO. Однако встает вопрос о том, есть ли необходимость у развивающихся и стремительно расширяющихся российских компаний, которые еще не вошли в перечень листинговых компаний, проводить IPO. Для исследования тенденций этого рынка, необходимо понять, для чего компании выходят на открытый рынок, то есть рассмотреть цели, преследуемые самой компанией. Среди стратегических целей первичного размещения акции в России могут быть выделены следующие:³

- Привлечение финансовых ресурсов.

В первую очередь, все компании, принявшие решение о проведении процедуры IPO, проводят её с целью привлечения значительного объема денежных средств. Это изначально и являлось приоритетной задачей компаний при выходе на биржу, остальные было принято считать побочными, их значимость возрастала постепенно с развитием фондового рынка. Дополнительный капитал необходим компании для расширения своей деятельности, осуществления капиталовложений, проведения НИОКР, привлечения средств в оборотные средства, рефинансирования задолженности и ряда других целей.

- Улучшение репутации компании и реклама на внутреннем и внешнем рынках.

Данная цель в настоящий момент стала одной из наиболее приоритетных, которыми руководствуется компания, принимая решения о необходимости выхода на IPO. Отношение к компании меняется как следствие того, что публичные компании являются наиболее открытыми и прозрачными. Это является следствием того, что при подготовке к проведению IPO одним из основных требований является раскрытие разного рода финансовой и нефинансовой информации, а также необходимость ряд изменений в систему корпоративного управления компанией. Также размещение акций на всемирно известных площадках позволяют обеспечить узнаваемость бренда и получить признание на международном уровне. Проведение успешного IPO зачастую может стать своего рода рекламой для компании.

- Выход на иностранные рынки капитала.

Данная цель была крайне актуальной именно для российских компаний, которые намеренно выбирали зарубежные площадки для проведения IPO. Это позволяет расширить число инвесторов, тем самым диверсифицируя риски. Также такие компании часто получают более высокие кредитные рейтинги, что позволяет им экономить на заемных средствах.

Таким образом, прежде чем принимать решение о размещении акций, компании важно определиться, какую она преследует в первую очередь, проводя данную операцию. Если основной целью является привлечение дополнительного объема финансовых ресурсов, то в

³ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – с. 16-19.

этом случае компании стоит рассмотреть альтернативные варианты их получения, такие как кредиты, выпуск корпоративных облигаций и векселей. Все из перечисленных вариантов имеют свои особенности и сопровождаются рядом преимуществ и недостатков, поэтому их выбор зависит непосредственно от самой компании в определенный период времени.

1.2. Особенности проведения IPO: преимущества, недостатки, выбор площадки размещения

Прежде чем принимать решение о выходе на IPO, компании необходимо проанализировать, какие положительные последствия окажет публичное размещение акций на компанию, а также с какими негативными последствиями она может столкнуться.

Для начала разберем преимущества проведения IPO:

- В результате фондовый рынок для листинговой компании открывается в роли источника привлечения долгосрочного капитала

Это означает, что появляется возможность привлекать денежные средства, использование которых не ограничивается по времени, в отличие от ситуации с заемными средствами. Таким образом, IPO не создает долгового бремени, в случае, когда использование собственных и заемных средств невозможно или невыгодно, тогда IPO является наиболее привлекательной альтернативой.⁴

- Повышает ликвидность компании

Акции, котируемые на бирже, характеризуются высокой ликвидностью, таким образом, это способствует повышению их стоимости, следовательно, акции публичных компаний продать намного проще, а также существует возможность использовать их в качестве обеспечения кредитов.⁵

- Компания приобретает рыночную стоимость и повышает капитализацию

Данное последствие является особенно значимым для российских компаний, так как сформировавшаяся стоимость большинства отечественных компаний является заниженной, и процедура IPO позволяет решить возникшую проблему. Стоимость компаний, чьи акции находятся в листинговом списке, чаще всего превышает стоимость некотируемых аналогов. Это объясняется более высокой ликвидностью акций, а также тем фактом, что рыночная капитализация публичных компаний определяется гораздо проще, чем стоимость компаний, чьи акции не прошли процедуру IPO.⁶ Объективная оценка важна по разным причинам. Во-первых, более высокая рыночная стоимость способствует получению более надежных

⁴ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – с. 21-25

⁵ Геддес, Р. IPO и последующее размещение акций: монография / Р. Геддес. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2007. – с. 4.

⁶ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже / PWC, 2013. – с. 4.

кредитных рейтингов, а значит, компания сможет привлекать более дешевые ресурсы. Во-вторых, собственники, инвесторы и все заинтересованные лица смогут получить более достоверную информацию о цене компании. Также полученное преимущество обеспечивает более выгодный выход из бизнеса для собственников компании.⁷

- Позволяет собственникам диверсифицировать свой бизнес

Диверсификация является неотъемлемой частью риск-менеджмента компании. Так, на практике акционеры часто готовы продать часть своего бизнеса, а вместо него приобрести акции в компаниях других отраслей.

- Успешное проведение IPO приводит к повышению статуса и узнаваемости бренда компании

Данный эффект отражает достижение выше описанной цели по формированию положительной репутации компании.

- Улучшает финансовое положение компании

Как было сказано выше, акции публичных компаний обладают более высокой ликвидностью, а также такие акции могут быть использованы в качестве средства платежа (например, как залог для получения долгового финансирования или вместо денежных средств для оплаты покупки других ценных бумаг).⁸

- Защищает бизнес от захвата отдельными игроками рынка

Именно публичное размещение позволяет препятствовать концентрации крупных пакетов акций в одних руках, а также затрудняет возможность его приобретения, так как акции публичных компаний обычно находятся в руках большого количества мелких игроков.⁹

- Способствует проведению сделок M&A (слияние и поглощение компаний)

Акции компании, которые обращаются на бирже, являются своеобразной валютой для осуществления слияний и поглощений.¹⁰

- Предоставляет возможности дополнительной мотивации для сотрудников путем предоставления прав на акции.¹¹ Однако возможно, для России данное преимущество менее актуально, чем для западных стран, где население более активно участвует в деятельности фондового рынка.

⁷ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – с. 21-25.

⁸ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – с. 25-28.

⁹ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – с. 25-28.

¹⁰ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже / PWC, 2013. – с. 5.

¹¹ Руководство EY по публичному размещению акций / EY, 2016. – с. 9. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf) (Дата обращения: 15.10. 2016)

- Данный перечень позитивных последствий, ожидающих компанию в результате проведения IPO, не является исчерпывающим.

Однако помимо преимуществ, приобретаемых при выходе на IPO. Существует ряд сложностей в осуществлении данной процедуры, а также негативные особенности, сопровождающие данную операцию:

- Требуется значительных временных затрат на подготовку

Так, если компания нуждается в средствах немедленно, то IPO в данной ситуации не является решением проблемы. IPO требует серьезной предварительной подготовки: начинать её рекомендуется как минимум за год.¹² Некоторым компаниям может потребоваться еще больший срок, чтобы провести все необходимые процедуры по реструктуризации и реорганизации, осуществить изменения в структуре корпоративного управления: сформировать качественную систему внутреннего контроля; сформировать совет директоров, члены которого независимы и компетентны; создать квалифицированный аудиторский комитет и ряд других. Перед процедурой IPO также необходимо подготовить отчетность, оценить бизнес, избавиться от непрофильных активов, а затем подготовить документы и отчеты, включаемые в обязательные требования биржи.

- Сопровождается огромными денежными затратами

Компания несет расходы на всех этапах подготовки проведения IPO. Дополнительные финансовые вложения связаны как с осуществлением структурных изменений, так и с оплатой внешних консультантов по оказанию консультационных и других видов услуг (вознаграждение инвестиционного банка, затрат на due diligence, андеррайтеров, независимых аудиторов, финансовых консультантов, юристов и т. д.) и оплаты различных биржевых сборов, уплата которых необходима при включении компании в список листинговых компаний и поддержанию акций. Важно отметить, что выход на зарубежные площадки обычно требует значительно больших затрат, чем на российскую биржу. По оценкам экспертов, стоимость IPO варьируется от 5% до 20% от объема размещаемых акций.¹³ Столь значительное различие в стоимости объясняется тем, что тарифы на разных биржах устанавливаются самостоятельно, а также тем, что при размещении большего объема акций относительные затраты на их размещение, соответственно, снижаются. Также в зависимости от того уровня корпоративной ответственности компании и ведения её на деятельности, на котором она находилась при принятии решения о начале подготовки к IPO.

¹² Руководство ЕУ по публичному размещению акций / ЕУ, 2016. – с. 7. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf) (Дата обращения: 15.10. 2016)

¹³ Никифорова В. Д., Волкова Е. А., Макарова В. А. IPO - путь к биржевому рынку: монография / - В. Д. Никифорова, Е.А. Волкова, В. А. Макарова. СПб: Питер, 2008. – Никифорова В., Волкова Е., Макарова В. А. стр 208

Также стоит отметить, что относительные затраты на IPO в относительном выражении зачастую выше чем для зарубежных компаний, так как free float (число акций в свободном обращении) у российских компаний обычно значительно ниже чем у компаний развитых стран. Так, у крупнейших американских корпораций free float зачастую близок к 100%, в то время как у российских он часто не превышает и 50% от всех акций компании.

- Может привести к относительному снижению контроля над компанией

Возможно, данный фактор способен заставить руководство задуматься перед принятием решения о необходимости IPO и о том, насколько компания готова к раскрытию отчетности и ведению деятельности в соответствии с принципами публичности и прозрачности. Также наличие независимых директоров, несомненно, приведет к ограничению свободы действий руководства.¹⁴ В первую очередь риски касаются тех компаний, где ведущие акционеры обладают относительно небольшим пакетом акций. В таком случае, при размещении пакета даже в 20-25% может привести к угрозе поглощения со стороны внешних покупателей.

- Проведенное IPO отменить невозможно

При проведении IPO руководство компании должно отдавать отчет о том, что для компании обратного пути нет. То есть, дальнейшая деятельность компании будет осуществлять в формате публичного общества. Не существует способов для компании, чтобы отменить обращение ее акций на бирже. Однако существует противоположная операция – SPO (Secondary Public Offering), которая позволяет выпустить дополнительное число акций в том случае, если компания нуждается в дополнительном финансировании.

- С момента проведения IPO информация о деятельности компания становится доступной широкому кругу пользователей

Компания, которая решается на проведение IPO, осознает, что вся её дальнейшая деятельность будет строиться согласно требованиям, предъявляемым к публичной компании. Теперь финансовое положение компании будет доступно открытому числу пользователей, а также будет постоянно интересоваться инвесторов. Именно поэтому компании придется осуществлять деятельность максимально продуманно, иначе её ожидает немедленная реакция инвесторов и снижение стоимости акций компании. Так, в настоящий момент ряд компаний предпочитает поиск внутренних инвесторов выходу на IPO, если у компании есть факторы, которые могут быть восприняты инвесторами негативно. На мой взгляд, ожидаемое IPO широко известной компании Uber не произошло именно по этой причине. Так, компания славится огромными накопленными убытками, которые продолжают

¹⁴ Руководство ЕУ по публичному размещению акций / ЕУ, 2016. – с. 7. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf) (Дата обращения: 15.10. 2016)

увеличиваться ежегодно, несмотря на увеличение ежегодного оборота компании в разы. Однако, несомненно, убыточная деятельность компании может остановить многих осторожных инвесторов от приобретения акций компании, что обязательно скажется на стоимости акций компании и, следовательно, на её капитализации.

- Недостаточная развитость российского законодательства может привести ряд сложностей

Несмотря на большую работу, проведенную в сторону развития законодательства по размещению акций на бирже, некоторые проблемы по-прежнему остаются нерешенными. Так, например, на настоящий момент затруднен вход на биржу для малых и средних компаний.

Российский рынок IPO может быть охарактеризован как развивающийся. Тем не менее, несмотря на то, что объемы акций российских компаний на открытом рынке относительно малы в сравнении с рынками США и развитых европейских держав, процедура IPO имеет высокую значимость для деятельности лидирующих компаний в различных отраслях, хотя и здесь стоит отметить проявление сырьевой направленности нашей страны. В настоящий момент наблюдается охлаждение активности российских компаний в проведении процедуры IPO. Причинами этого может служить снижение котировок российских компаний, чьи акции уже обращаются на бирже, а также недостаток средств на проведение выхода на IPO в текущих условиях. Данная тенденция наблюдается не только на российском рынке, но и на рынках многих стран с высоким уровнем развития фондового рынка. Однако согласно прогнозам, в результате стабилизации экономической ситуации в России, ряд развивающихся компаний будет заинтересован в проведении IPO.

Принятие решения о проведении IPO и выбор площадки размещения

Компании необходимо четко осознавать цели, для которых она намерена проводить IPO. Однако для выхода на биржу недостаточно только лишь желания со стороны руководства компании её включения в список листинговых компаний. При подготовке к осуществлению IPO компании придется столкнуться с рядом барьеров и необходимых условий для размещения акций на Московской или одной из зарубежных бирж.

В первую очередь необходимо определить, какой компании стоит выходить на биржу. Таким образом, рассмотрим основные критерии, по которым можно определить, что компании стоит перейти на новый уровень – привлечь новых инвесторов путем трансформации в публичное акционерное общество:¹⁵

¹⁵ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже / PWC, 2013. – с. 7 / URL: https://www.pwc.kz/en/publications/new_publication_assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf (Дата обращения: 15.10. 2016)

- Темпы роста компании превышают средние темпы роста по отрасли.

Таким компаниям будет проще привлечь инвесторов, так как их акции будут наиболее привлекательны. Высокие показатели выручки и рост доходов также являются необходимыми индикаторами для принятия положительного решения о выходе на фондовый рынок.

- Потенциальный интерес к компании.

Крайне важно для компании обладать характеристиками, которые способны привлечь максимальное число инвесторов. Так, компания должна быть известной в кругах потенциальных инвесторов, либо производить уникальную продукцию или оказывать уникальную услугу, которые способны их привлечь своими будущими перспективами.

- Оцениваемый доход от осуществления IPO превышает затраты на его проведение.

Компания должна осознавать, что начиная процедуру IPO, она соглашается на огромные затраты, связанные с его проведением, в ближайший год (или другой срок, отведенный на подготовку процедуры), прежде чем она получит привлеченные средства инвесторов.

- Данный перечень не является исчерпывающим.

Детального анализа требуют и другие факторы, в том числе, наличие квалифицированного руководства и его заинтересованность в проведении данной процедуры, а также текущая ситуация на биржевом рынке.

Однако соблюдение перечисленных качественных характеристик недостаточно для того, чтобы компания могла беспрепятственно войти на биржу. Каждой биржей также самостоятельно определяется ряд количественных критериев для листинга компаний, таких как минимальный размер капитала компании, а также тарифы за размещение и обслуживание акций, что повлечет за собой немалые затраты для компании. Принимая их во внимание, компании необходимо определиться, на каком рынке она планирует размещать свои акции. Наиболее популярными площадками для выпуска акций у российских эмитентов оказались Лондонская и Московская биржи, на них совершается около 90% всех IPO российских компаний, причем Лондонская биржа опережает отечественную площадку по числу проведенных IPO. Другими площадками, на которых имели место выпуски акций российских эмитентов, являются NASDAQ (US), Deutsche Börse, NASDAQ OMX (Europe), Гонконгская фондовая биржа (HKEX), NYSE. Затраты на проведение IPO на Московской бирже в среднем в 2 раза ниже чем на крупных иностранных биржах.¹⁶

¹⁶ Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – с. 6. / UPL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (Дата обращения: 30.10.2016)

Листинговые критерии биржи необходимым условием, но не достаточным для определения выбора биржи для проведения IPO. Данное решение обычно производится в соответствии со следующими дополнительными критериями:¹⁷

- Оценка компании на различных рынках. Так, оцениваемая капитализация компании может варьироваться от биржи к бирже. Причиной может стать недавний выход сопоставимой компании на данной бирже, а также специфика и статус биржи.
- Месторасположение головной компании, а также регион, в котором компания осуществляет деятельность. Например, если российская компания осуществляет деятельность внутри страны и является узнаваемым брендом на внутреннем рынке, то решение должно быть принято в пользу внутреннего рынка. Однако для компаний, которые занимаются экспортной деятельностью или же планируют расширять свою деятельность за пределы Российской Федерации, может быть интересно проведение IPO на зарубежной бирже. Также зарубежный рынок привлекателен тем, что он открывает доступ к большему количеству потенциальных инвесторов.
- Отношения с рынком и заинтересованными сторонами. В рамках данного критерия важно учитывать ожидания всех сторон процедуры, в том числе, банков и сотрудников компании, а также оценить наиболее подходящее месторасположение для проведения брифингов с инвесторами.
- Различия в нормативно-правовых базах. Особенности законодательства также должны учитываться при выборе площадки для размещения акций, так как в разных странах могут предъявляться разные требования, например, к организации корпоративного управления или организации ведения отчетности. С учетом всех законодательных барьеров подготовка IPO на российском рынке обычно занимает более короткий срок (около года), в то время, как для выхода на зарубежные площадки в среднем требуется больший срок (до 2 лет).
- В качестве прочих факторов, о которых не стоит забывать, важно отметить такие, как значимость поступлений в иностранной валюте, преимущества для компании при условии включения ее в расчет определенных индексов, более высокая ликвидность и уровень объема торгов на крупных биржах. Также ряд компаний предпочитает выходить на крупнейшие мировые биржи, так как обращение акций компании на этих площадках является своеобразным знаком качества.¹⁸

¹⁷ Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж в Лондоне, Нью-Йорке и Гонконге / PWC, 2015. – с. 4 / https://www.pwc.kz/en/publications/new_publication_assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf (Дата обращения: 17.10.2016)

¹⁸ Абрамишвили Н.Р., Львова Н.А. Финансовая диагностика инновационных компаний: методический аспект // Проблемы современной экономики. 2013. № 2 (46) -166 с.

Таким образом, компании самостоятельно определяют площадку для размещения своих акций в соответствии с целями проводимого размещения, объемом средств, который компания готова потратить на проведение IPO, спросом на акции компании за рубежом и рядом других факторов.

Глава 2. Анализ мирового и российского рынка IPO, в том числе высокотехнологичных компаний

2.1. Характеристика и основные тенденции проведения IPO в мире и в России

Мировые тенденции IPO

Для начала важно рассмотреть ретроспективу проведения первичного размещения ценных бумаг в мире. Аналоги современного IPO были представлены еще в XVII веке, подобные IPO операции проводились с тех пор, когда Ост-Индская компания впервые разместила свои акции на Амстердамской бирже. По мнению специалистов, история проведения данной процедуры в современном мире берет начало в 70-х годах прошлого столетия в первую очередь в США, что в первую очередь объясняется либерализацией рынка в тот период.¹⁹ Данные изменения повлекли за собой стремительный рост ряда компаний и увеличивающуюся потребность в инвестированном капитале. IPO показал себя как один из наиболее удобных способов привлечения значительных объемов инвестиций. Успешность привлечения средств компаниями таким образом обуславливается тем расширением спроса среди участников биржи. Количество компаний и физических лиц, размещающих денежные активы в акциях значительно выросло с концу XX века. Данная тенденция может иметь несколько причин, в том числе, более высокий уровень знаний фондового рынка среди населения, более грамотное проведение дивидендной политики у компаний, более высокий доход акционного портфеля по сравнению с банковским депозитом.

Апогея рынок IPO достиг в 1999 году, когда активно начали выходить на рынок IT-компании. Следующий всплеск популярности IPO наблюдался в 2004 году.²⁰ К тому моменту фондовые рынки некоторых стран (в основном речь идет о США и Великобритании) были настолько развиты, что позволили публично размещать акции не только крупнейшим, но и относительно малым и средним компаниям. Резкий рост числа IPO наблюдался в течение дальнейших трёх докризисных лет, что представлено на диаграмме ниже. В 2014 году мы можем наблюдать восстановление рынка, что свидетельствует о стабилизации деятельности компаний и их стремлению к её расширению. В настоящий момент можно наблюдать значительное снижение числа выходов на IPO, а также общего объема всех сделок, совершенных за год. Так, многие в настоящий момент задаются вопросом об интерпретации падения спроса на проведение первичного размещения. Одни полагают, что это временный кризис, связанный с общемировым спадом, другие – что все крупные развитые компании

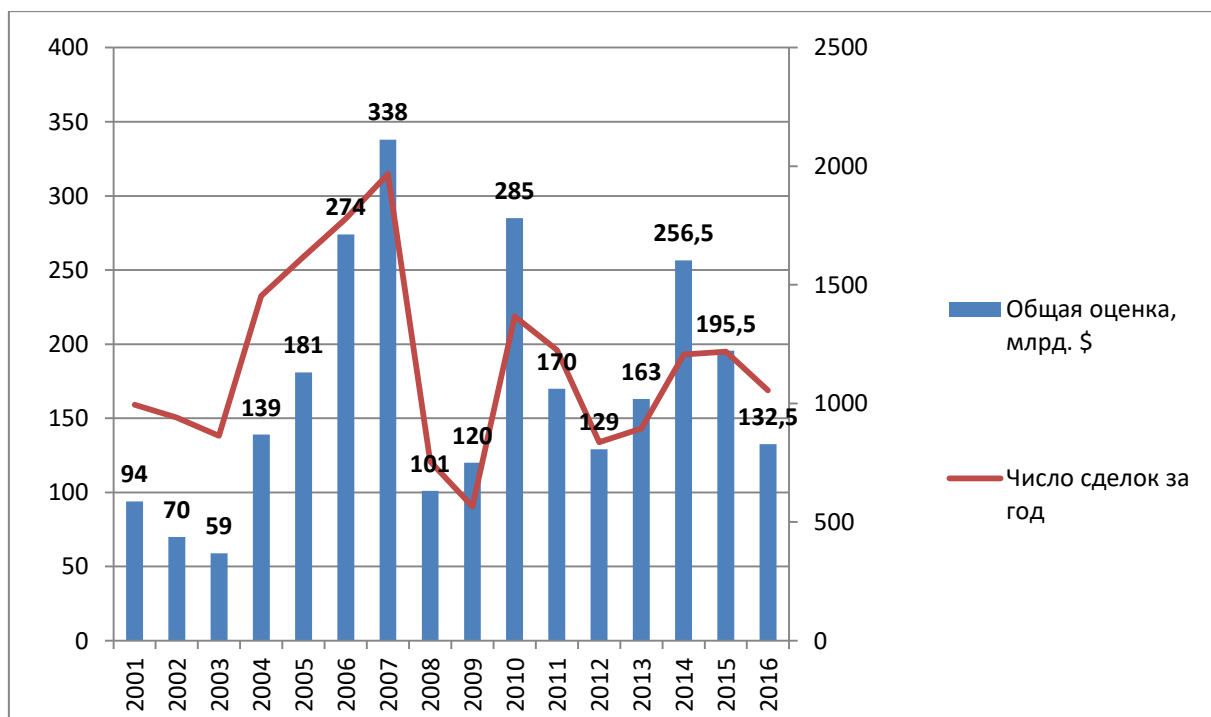
¹⁹ Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – С. 10.

²⁰ 2013 Global IPO update – с. 6. / EY, 2013 / http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Global_IPO_yesar_end_update

уже провели размещение, а для более мелких эта процедура не выгодна, а третьи – что в настоящий момент поиск внешних инвесторов силами компании имеет перед IPO ряд преимуществ

Рисунок 1

Общий объем средств, привлеченных посредством проведения IPO, и общее число сделок



Составлено по: EY Global IPO Trends 2014 Q4. – 16 с. / EY, 2014 / ; EY Global IPO Trends 2015 Q4 / EY, 2015. – 16 с. / ; 2013 Global IPO update – 20 с. / EY, 2013 / ; EY Global IPO Trends 2016 Q4. – 15 с. / EY, 2016 /

В настоящий момент на рынке IPO отмечены следующие тенденции, выявленные на основе отчета компании E&Y:²¹

- На IPO в настоящий момент выходят действительно стабильные успешные компании, приоритетная цель выхода которых не получение фондирования, а более стратегические цели, такие как улучшение имиджа компании и выход на иностранные рынки капитала. Однако некоторые аналитики предсказывают оживление деятельности компаний-единорогов на бирже в ближайшем будущем.
- Усиление роли азиатских рынков. Так, в 2015 году Шанхайская биржа занимает третье место по объему сделок, Токийская биржа заняла пятое место, что свидетельствует о том, что Нью-Йоркская и Лондонская биржи в настоящий момент не являются единственными популярными вариантами для проведения IPO. Также важно отметить, что в шестерке лидеров по объему сделок в 2015 году вошли четыре азиатские страны: Китай, Япония, Южная Корея, Индия, при этом объем китайских сделок превысил американский

²¹ EY Global IPO Trends 2015 Q4 / EY, 2015. – С. 3-5. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf) (Дата обращения: 20.10. 2016)

более чем в два раза. В настоящий момент еще около 700 китайских компаний готовы выйти на IPO, что объясняется высокими темпами роста китайской экономики, имевшими место в последние годы, и активным наращиванием производственных мощностей китайских компаний. Наиболее популярно проведение IPO у китайских промышленных и высокотехнологичных компаний.

- Отрасли деятельности компаний, выходящих на IPO, стали более разнообразными. Так, если раньше подавляющее большинство компаний, проводящих IPO, были промышленные компании или компании добывающей отрасли, а также банки, то сейчас среди котируемых компаний можно наблюдать множество компаний медицинской и фармацевтической отрасли и высокотехнологичных компаний. Ярким примером IPO высокотехнологичных компаний стал публичный выпуск акций китайской компанией, работающей в сфере интернет-коммерции, Alibaba Group. IPO является наиболее подходящим способом привлечения долгового капитала для быстрорастущих компаний с обширным потенциалом.
- Негативное влияние политических и экономических факторов. Основными сдерживающими факторами являются результаты референдума по выходу Великобритании из ЕС, конфликт на Ближнем Востоке, ожидание результатов выборов в США и миграционный кризис в ЕС. Так, компании предпочитают дождаться более спокойных времен.
- Инвесторы приспособились к повышенной волатильности на биржевом рынке. Сперва высокая волатильность цен на акции удерживала компании от выхода на биржу, что подтверждается резким снижением числа IPO в период мирового кризиса и посткризисные годы. Однако с течением времени рынок приспособился к изменившейся конъюнктуре, не стоит также забывать, что инвесторы по-прежнему остро нуждаются в ликвидности.
- В целом, будущие тенденции рынка IPO оцениваются как позитивные, несмотря на то, что 2016 год был одним из самых рецессивных за последние годы. Однако компании должны быть крайне осторожны при установлении ценовой политики, так как в настоящий момент инвесторы стали более внимательными при выборе акций для инвестирования. Таким образом, аналитики предсказывают рост числа IPO в 2017 году и оживление биржевой деятельности. Также ожидаемое IPO Snapchat может подогреть интерес в процедуре, если компании удастся выйти на рынок с той высокой капитализацией, которую компания ожидает установить.

Таким образом, рынок IPO обладает огромным потенциалом для компаний всего мира в будущем. На рынках разных стран функционирует множество компаний, которым может быть интересен данный способ развития компании. Если изначально данный способ

фондирования был доступен лишь крупнейшим компаниям, к которым, в первую очередь, относятся компании добывающих и промышленных отраслей, то в настоящий момент вход на биржи открыт компаниям с более низкой капитализацией, а также сейчас особый интерес инвесторов вызывают компании наукоемких и высокотехнологичных отраслей, что побуждает данные компании проводить IPO.

Тенденции IPO в России

Как известно, российский биржевой рынок может быть охарактеризован как молодой и развивающийся. Так, со времени первого IPO, проведенного российской компанией на отечественной бирже ОАО «РБК Информационные Системы» в 2002 году, прошло всего лишь 14 лет. Первое IPO российской компанией «ВымпелКом» на зарубежной площадке состоялось на несколько лет раньше, в 1996 году на Нью-Йоркской бирже. С тех пор российские компании стали активными игроками фондового рынка не только России, но и США и Великобритании. IPO активно проводится российскими компаниями на иностранных биржах, несмотря на то, что выход на иностранную площадку требует больших денежных и временных затрат. Тем не менее, преимущества от торговли на иностранной бирже перевешивают вышеперечисленные сложности.

Так, в период с 1996 г. по 2015 г. было проведено 115 IPO.²² В конце 2016 года также было проведено успешное IPO компанией ОАО «Руснефть». Однако приватизация компании ОАО «Объединенная Судостроительная Компания», также назначенная на 2016 год по решению руководства компании отложена на более поздний срок.²³ В настоящий момент к IPO готовится компания «Детский Мир», а также фармацевтический холдинг БСС. Очевидно, что в настоящий момент процедура IPO не пользуется особой популярностью у российских компаний, что также было отмечено и в тенденциях, характерных иностранным биржевым рынкам.

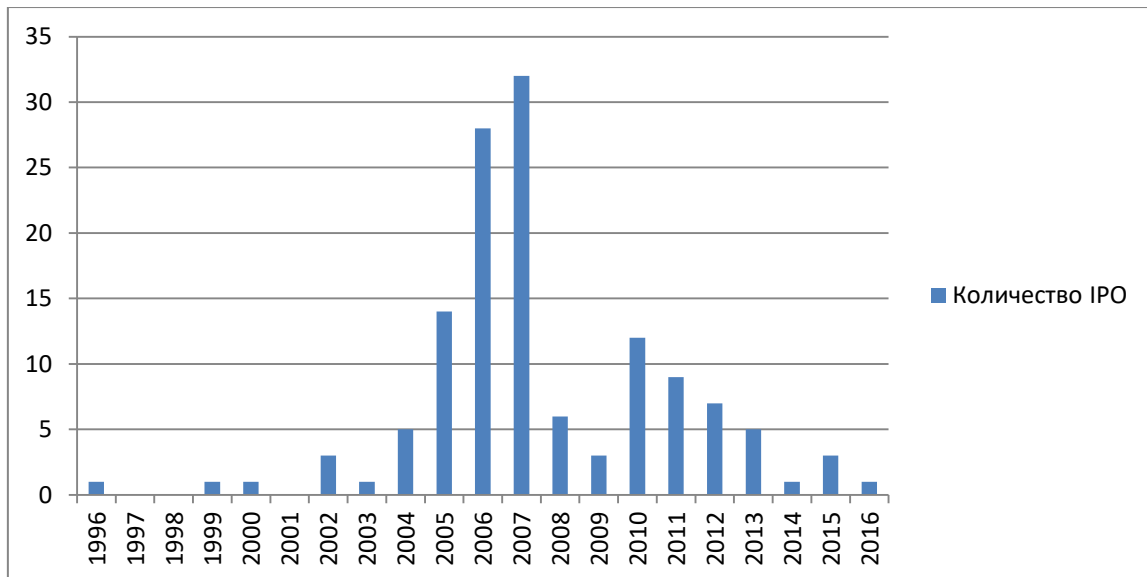
Далее рассмотрим число проведенных IPO в данный период, что поможет проанализировать изменения на рынке IPO и сформировать представление о текущих тенденциях.

Рисунок 2

Число IPO в России в период 1996-2015 гг.

²² URL: <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/> (Дата обращения: 31.10. 2016)

²³ URL: <http://www.rbc.ru/business/06/06/2016/57501bb99a7947cee0495b3a> (Дата обращения: 31.10. 2016)



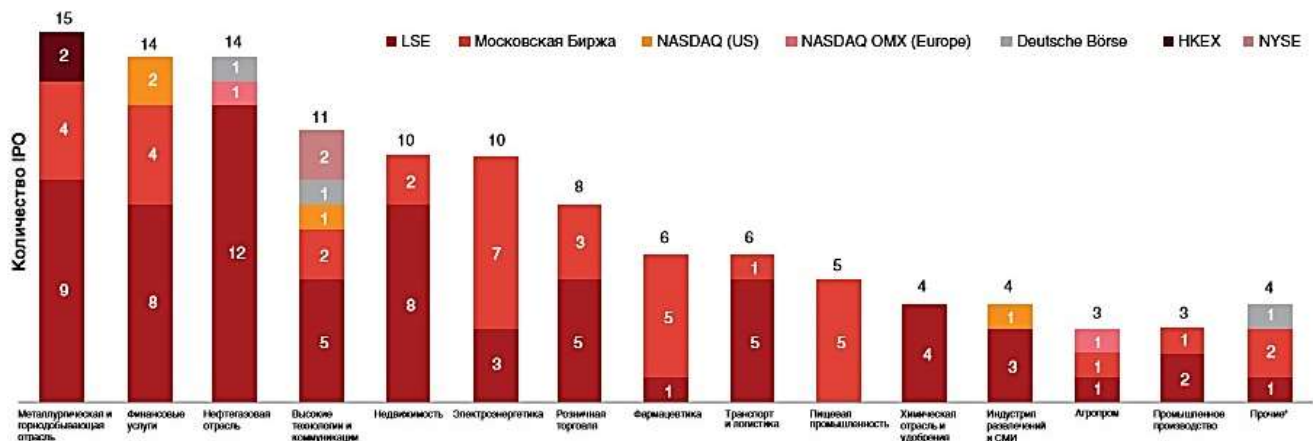
Составлено по: URL: <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/> (Дата обращения: 30.10. 2016); Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – С. 4. /

Таким образом, статистика показывает, что в посткризисные годы российские компании заметно снизили свою активность на рынке IPO. Число размещений в 2005-2007 годах значительно превышает число проводимых IPO в другие годы. Объяснением данной тенденции могут служить такие факторы как кризис на российском рынке, сопровождающийся снижением инвестиционной активности, неопределенностью на фондовом рынке, недостаток возможностей в свете текущей экономической конъюнктуры для наращивания деятельности, финансовые трудности у компаний, не позволяющие начать длительный и затратный процесс по подготовке IPO. В настоящий момент затишье имеет место не только на мировом, но и на российском рынке сделок IPO.

Необходимо также рассмотреть особенности российского рынка, связанные со спецификой отраслей, компании которых чаще других проводят процедуру IPO. Данная информация представлена на диаграмме ниже.

Рисунок 3

IPO российских компаний по отраслям и биржевым площадкам



Источник: Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – С. 5.

На вышеприведенной диаграмме отражены IPO до 2014 года, однако в 2015-2016 годах состоялись лишь два выхода на биржу, что показывает резкий спад рынка IPO в период кризиса. Как и ожидалось, наиболее активны в проведении IPO компании нефтяной отрасли, а также металлургические и горнодобывающие компании и банки. Однако в качестве позитивных характеристик российского рынка IPO стоит отметить, что число выходявших на биржу высокотехнологичных компаний и компаний строительной отрасли также относительно высоко. Таким образом, стоит отметить, что привлечением средств посредством размещения акций на бирже пользуются компании самых разных отраслей.

Исходя из представленных данных, можно отметить, что Лондонская биржа является самой популярной площадкой для размещения акций российских эмитентов, заметно опережая отечественную Московскую биржу. Таким образом, данные свидетельствуют о том, что российские компании предпочитают размещение за границей. На мой взгляд, данная статистика подтверждает гипотезу о недостаточной развитости фондового рынка России. Низкий интерес к акциям среди российских инвесторов и недооцененность компаний заставляет эмитентов уходить на зарубежные биржи. Однако существуют и другие причины предпочтения иностранных площадок отечественным, не связанные с недостатками российского рынка акций – многие компании рассматривают IPO зарубежом как повод для входа на иностранные рынки сбыта и повышение узнаваемости бренда в других странах.

Углубившись в процесс подготовки проведения IPO также важно уточнить, что в России недостаточно развита деятельность отечественных инвестиционных банков и консультационных компаний. Так, в качестве юридических консультантов преимущественно привлекались следующие иностранные компании: Cleary Gottlieb, Latham & Watkins, Skadden, White & Case; а организаторами размещения в основном являлись следующие инвестиционные банки: Morgan Stanley, Deutsche Bank, Credit Suisse, в то время как российские аналоги, такие как Renaissance Capital, Sberbank CIB, ВТБ Капитал привлекались несколько реже.²⁴

На основе проанализированной статистики и авторитетных источниках можно выявить текущие тенденции рынка IPO и направления его развития. В настоящий момент доля компаний, причисленных к перечню листинговых компаний, в Российской Федерации крайне мало относительно других развитых стран. На данный момент на рынке функционирует ряд компаний, для которых IPO может стать стимулом к дальнейшему развитию и привлекательным способом финансирования данного развития. Изучая мнения

²⁴ Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – С. 5. / UPL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (Дата обращения: 30.10.2016)

специалистов в данной сфере, стоит выделить мнение о будущем российского рынка IPO Рустема Терегулова, партнера практики PwC по сопровождению сделок на рынках капитала России, СНГ и Центральной и Восточной Европы: «Размещения акций возможны как часть программы приватизации и, я не удивлюсь возобновлению интереса компаний, планировавших, но отложивших IPO в начале 2014 года. У нас немало очень интересных историй, компаний с талантливым менеджментом и низкой долговой нагрузкой, которые смогли воспользоваться кризисной ситуацией в свою пользу путем повышения эффективности, увеличения доли рынка, в том числе за счет трудностей конкурентов, и т.д.». ²⁵

Однако российский фондовый рынок имеет ряд характеристик, которые препятствуют развитию рынка IPO. Одной из них является слабое развитие возможностей фондового рынка для малых и средних компаний. В качестве решения данной проблемы в статье выдвигается предложение по снижению налогового бремени для подобных компаний, выходящих на IPO. Другая проблема, выявленная авторами, сформулирована следующим образом: «Российский фондовый рынок нуждается в перезагрузке механизма первичного размещения акций. Необходима «история успеха» - проведение успешного IPO российских компаний, показавших значительный прирост стоимости акций после размещения». Этому, по мнению авторов, может помочь реформа корпоративного управления. ²⁶

Таким образом, российский рынок обладает огромным потенциалом для реализации процедуры IPO. Однако современная экономическая конъюнктура, недооцененность компаний на рынке и недоразвитость фондового рынка не позволяют компаниям активно пользоваться возможностями по выходу на IPO.

2.2. Анализ рынка IPO высокотехнологичных компаний

Мировой рынок высокотехнологичных компаний

Отрасль высоких технологий становится всё более и более значимой в экономиках развитых стран. В настоящий момент все компании тесно взаимодействуют с отраслью высоких технологий, современные люди уже не могут представить свою жизнь без научно-технических изобретений и разработок. В данной сфере уже существуют компании, сравнимые по капитализации с крупнейшими добывающими и производственными компаниями. Темпы роста таких компаний также превышают средние темпы роста

²⁵ URL: <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/ipo-watch-2015-annual-review.html> (Дата обращения: 1.11. 2016)

²⁶ Берзон Н. И., Теплова Т. В. // Финансовый менеджмент / Газман В. Д., Бобылева А. З., Степина А. Ф., Столяров А. И., Петрикова И. В., Григорьева Т. И / Под общ. ред.: Н. И. Берзон, Т. В. Теплова. - М. : КноРус, 2013.- с. 152.

традиционных отраслей. Крупнейшее IPO в мире также было проведено китайской компанией Alibaba, чья деятельность непосредственно связана с высокими технологиями.²⁷

Феномен высокой капитализации, присущей высокотехнологичным компаниям, прибыль которых полностью генерируется за счет нематериальных активов и научно-технических достижений, интересует как ученых-экономистов, так и инвесторов, принимающих решение о вложениях. На первый взгляд, кажется невозможным, что промышленные компании, обладающие огромными материальными активами, оцениваются ниже, чем те, основу баланса которых составляют нематериальные активы. Однако статистика показывает, что стоимость компаний, деятельность которых связана с программным обеспечением и оборудованием, интернет-торговлей или мобильной связью, оцениваются в миллиарды долларов. В последние годы компании высокотехнологичных отраслей активно проводят процедуру IPO, так как данный способ привлечения инвестиций является наиболее выгодным для высокотехнологических компаний. Акции таких компаний вызывают интерес у инвесторов, так как они характеризуются быстрыми темпами роста выручки и высокими прогнозными темпами роста отрасли в целом. Однако некоторые инвесторы скептически относятся к такому виду вложений, так как сомневаются в доходности акций таких компаний в дальнейшем. Ведь многие компании находятся в настоящий момент в фазе роста и имеют значительный объем накопленного убытка, также для многих инвесторов остается загадкой, каким образом такие компании как Twitter или Facebook генерируют прибыль. Из-за этого возникает вопрос, о том смогут ли такие акции быть прибыльными на протяжении долгого периода и не потеряют ли они в цене после проведения IPO.

По числу сделок на отрасль высоких технологий приходится 7% в общем числе сделок в мире, также на такие сделки приходится 11% от общемирового объема сделок в 2011-2015 гг.

²⁸ На основании полученной информации, можно сделать вывод о том, что высокотехнологичные компании не являются лидирующей отраслью на рынке IPO. Несмотря на то, что число высокотехнологичных стартапов и их стоимость в последние годы росла значительными темпами, многие из них не стремятся выходить на IPO по разным причинам, в числе которых могут быть боязнь публичности, страх падения стоимости акций после IPO, нежелание обременять себя проблемами отношений с инвесторами.

Рассмотрим более подробно мировой рынок IPO, проведенных высокотехнологичными компаниями.

Рисунок 4

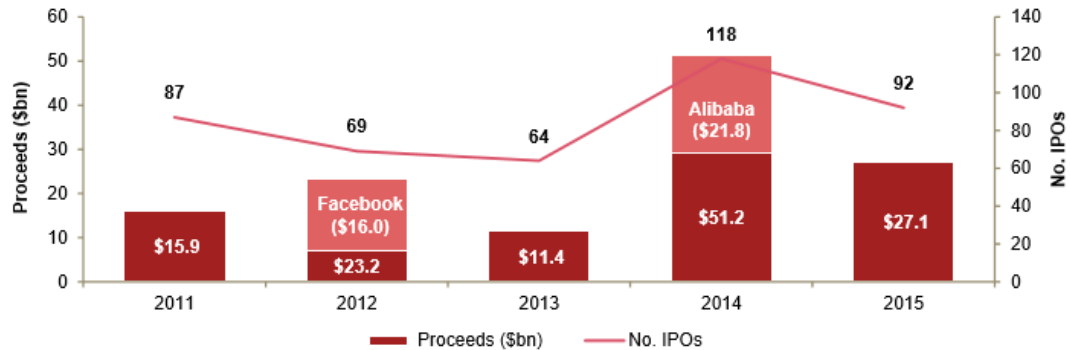
²⁷ EY Global IPO Trends 2015 Q4 / EY, 2015. – С. 6. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf) (Дата обращения: 20.10. 2016)

²⁸ Executing a successful IPO: Markets for technology / PWC, 2016. – С. 12. / <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/ipo-markets-for-technology.html> (Дата обращения: 30.10. 2016)

Объем привлеченных средств посредством IPO в мире и общее число IPO высокотехнологичных компаний.

Рисунок 4

Число IPO в мире и общая сумма проведенных сделок



Источник: Executing a successful IPO: Markets for technology / PWC, 2016. – С. 10. / <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/ipo-markets-for-technology.html> (Дата обращения: 30.10. 2016)

Информация, представленная на диаграмме, свидетельствует о том, что ситуация на рынке IPO в отрасли высоких технологий сходна с общими тенденциями. В 2014 году также был отмечен повышенный интерес компаний к проведению IPO, однако затем их число вновь снизилось. Заявленные IPO таких крупных стартапов как Uber и Airbnb так и не были проведены. Однако инвесторы ожидают, что главными действующими лицами на рынке IPO в 2017 году станут именно высокотехнологичные компании.²⁹ Самым ожидаемым IPO 2017 года считается возможный выпуск акций в свободное обращение социального сервиса обмена фотографиями Snapchat. Среди наиболее ожидаемых IPO также называют выход на биржу интернет-сервиса аренды жилья Airbnb, облачного хранилища Dropbox, социальной сети Pinterest и ряда других. По-прежнему многих интересует, решится ли Uber на проведение IPO.

Наиболее популярными площадками для размещения акций высокотехнологичных компаний являются биржи NYSE, LSE, NASDAQ. Самое большое число компаний высокотехнологичных отраслей размещено на Нью-Йоркской бирже, которая является крупнейшей биржей в мире. Однако если рассматривать долю, которая приходится на капитализацию высокотехнологичных компаний в общей капитализации компаний на данной бирже, то здесь выделяется NASDAQ, на которой 44% капитализации биржи приходится на компании отрасли высоких технологий, в то время как на остальных эта доля варьируется в среднем от 3% до 10% от общей капитализации. Крупнейшими IPO высокотехнологичных эмитентов в рассматриваемый период, помимо вышеупомянутой

²⁹ URL: <http://money.rbc.ru/news/584978549a794744ebf08007> (Дата обращения: 11.11.2016)

компании Alibaba, стали IPO таких компаний Facebook (NASDAQ), Worldpay (LSE), Japan Display (Токийская биржа), First Data Corporation (NYSE).³⁰

В качестве основных особенностей рынка IPO высокотехнологичных компаний можно отметить следующие:

- Лидерами по проведению IPO являются компании, деятельность которых направлена на интернет-торговлю и интернет услуги, такие как социальные сети и онлайн-приложения.
- Оживление IPO высокотехнологичных компаний на европейском рынке, а также большая географическая диверсификация: появление на биржах высокотехнологичных компаний разных стран.
- Значительные вложения на этапе подготовки проведения процедуры IPO.³¹
- Скептицизм по отношению к акциям так называемых компаний-единорогов (стартапов, чья оценка превышает 1 млрд. \$). Инвесторы считают будущее таких компаний слишком неопределенным, чтобы вкладывать в такие компании значительные объемы средств.³²
- Сложность определения подходящего момента выхода на IPO. Компании должны принимать во внимание, что инвесторы ожидают от них прибыльности акций и вкладываться в убыточные компании никто не заинтересован. Именно поэтому для стартапа важно рассчитать точно тот момент, когда компания находится в фазе роста, однако уже достигла некоторой стабильности в системе внутреннего управления и генерирования денежных потоков.

Данная отрасль в последние годы развивалась особенно быстрыми темпами, несколько крупнейших мировых IPO были произведены именно компаниями, работающими в сфере высоких технологий. Отрасль высоких технологий вызывает особый интерес, так как такие компании обладают рядом специфических черт: низкий объем материальных активов, высокие темпа роста, постоянное внедрение научно-технологических усовершенствований, более высокая степень риска для деятельности компаний.

Российский рынок высокотехнологичных компаний

На российском рынке IPO также присутствуют компании высокотехнологичных отраслей. Несмотря на то, что Россия и российские компании отсутствуют в перечне крупнейших IPO, крупнейших биржевых площадок для высокотехнологичных компаний и стран-лидеров по числу IPO. Однако данная тема обладает высокой актуальностью, так как высокие технологии

³⁰ Executing a successful IPO: Markets for technology / PWC, 2016. – С. 4.. / <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/ipo-markets-for-technology.html> (Дата обращения: 30.10. 2016)

³¹ Executing a successful IPO: Markets for technology / PWC, 2016. – С. 12. / <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/ipo-markets-for-technology.html> (Дата обращения: 30.10. 2016)

³² URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2016/03/01/631893-bill-geits-ne-verit-edinorogov> (Дата обращения: 31.10. 2016)

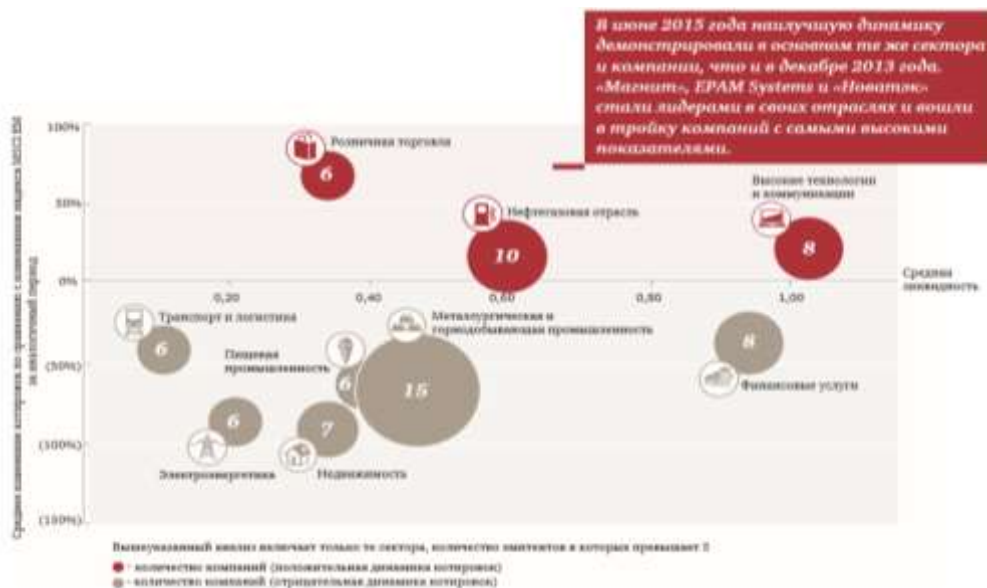
являются приоритетным направлением стратегического плана развития страны. IPO, в свою очередь, может быть охарактеризован, как значимый этап в развитии и расширении деятельности данных компаний.

Первыми российскими компаниями, которые провели IPO, были компании именно высокотехнологичной отрасли. В 1996 году было впервые проведено IPO российской компанией ВыпелКом, следующие IPO также совершались компаниями этой отрасли – Golden Telecom и МТС. Согласно отчету PWC, за период с 2005 по 2014 гг. было проведено 11 IPO российскими компаниями, осуществляющими свою деятельность в отрасли высоких технологий и коммуникаций.³³

Необходимо проанализировать результаты деятельности компаний, осуществивших процедуру IPO. Основываясь на данных, обработанных PWC, можно отметить, что лишь 3 отрасли показали положительную динамику котировок, в том числе и отрасль высоких технологий.

Рисунок 5

Анализ котировок акций по секторам



Источник: Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – С. 5.

Далее рассмотрим сравнительную таблицу по различным показателям 10 компаний изучаемой отрасли, которые приведены в таблице ниже.

Рисунок 6

Изменения котировок и капитализации в отрасли высоких технологий

³³ Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – С. 6. / URL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (Дата обращения: 30.10.2016)



Высокие технологии и коммуникации

Компания	Биржа	Дата IPO	Изменение котировок по сравнению с изменением индекса MSCI EM с даты IPO	Изменение котировок с даты IPO	Количество аналитиков	Ликвидность	Рыночная капитализация компании (млн долл. США) по состоянию на 30 июня 2015 г.	Рыночная капитализация компании (млн долл. США) по состоянию на 31 декабря 2013 г.	Изменение рыночной капитализации
EPAM Systems	NYSE	07.02.12	502%	494%	15	3,09 ▲	3 484	1 625	114%
Luxoft	NYSE	26.06.13	225%	233%	9	1,57 ▲	1 860	1 244	49%
Mail.Ru Group	LSE (GDRs)	08.11.10	(84%)	(25%)	22	0,79 ▼	4 589	9 326	(51%)
Яндекс	NASDAQ	23.05.11	(23%)	(39%)	34	2,29 ▲	4 920	14 061	(65%)
МегаФон	LSE (GDRs)	28.11.12	(27%)	(31%)	27	0,23 ▼	8 638	20 770	(59%)
МТС	NYSE	29.06.00	(107%)	(29%)	33	0,97 ▲	10 105	22 348	(55%)
ВымпелКом	NYSE	15.11.96	(153%)	(76%)	22	0,33 ▲	8 731	22 732	(62%)
РБК	Московская биржа	18.04.02	(167%)	(90%)	1	0,29 ▼	37	63	(41%)
Среднее значение			30%	55%	19	1,07 ▲	5 293	11 531	(54%)
Медиана			(25%)	(30%)	22	0,88 ▲	4 754	11 693	(39%)

Источник: Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности / PWC, 2015. – с. 9.

В целом, положительная ситуация по отрасли формировалась за счет лидера данной отрасли – компании EPAM Systems, чьи котировки выросли почти в 5 раз. Таким образом, можно отметить, что подавляющее число компаний отрасли высоких технологий в 2015 году оцениваются почти в 2 раза ниже чем в 2013 году, вне зависимости от площадки размещения. Однако данная ситуация не свидетельствует о проблемах в отрасли, данные показатели являются отражением общей тенденции на российском фондовом рынке. В настоящий момент многие российские компании могут быть охарактеризованы как недооцененные. В качестве подтверждения данного утверждения ниже приводится диаграмма, которая содержит сведения о капитализации компаний-лидеров в 2013 г. и 2015 г.

Рисунок 7

Лидеры по показателю рыночной капитализации



Источник: Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности / PWC, 2015. –с. 10.

Таким образом, можно отметить, что положение отрасли высокотехнологичных компаний на биржевом рынке в России более устойчивое чем положение компаний многих других отраслей. В целом падение капитализации компаний наблюдается на российском рынке в течение последних лет по отношению к объему средств, вырученных при проведении IPO. Однако зафиксированное падение в отрасли высоких технологий не столько значительно, что свидетельствует о том, что отрасль продолжает развиваться и вызывать интерес у инвесторов даже в столь непростой для страны период. Тем не менее, среди компаний, планирующих провести первичное размещение акций нет компаний исследуемой отрасли, что может свидетельствовать о том, что у компаний в настоящий момент высокие страхи относительно невостребованности их акций у инвесторов, а также может быть недостаточно средств для проведения дорогостоящей процедуры. Также одной из характеристик, присущей отрасли высоких технологий, является значительное число развивающихся компаний в сфере интернет-торговли, размеры которых в настоящий момент далеки от требуемых для выхода на биржу.

Российские компании рассматриваемой отрасли начали вести активную деятельность на бирже в течение последних 5-6 лет. Однако в настоящий момент на рынке IPO наблюдается снижение активно, многие компании, планирующие выход на биржу, отложили его на более поздний срок или отказались от своих намерений. Общее настроение коснулось и высокотехнологичных компаний, тем не менее, в целом ситуация в отрасли высоких технологий значительно лучше чем в ряде других отраслей: зафиксирован общий рост котировок по отрасли. Также стоит уточнить, что при детальном рассмотрении можно заметить, что компании потеряли в стоимости в среднем 54%, что, несомненно, отпугивает компании, принимающие решение о потенциальном выходе на IPO. Хотя в сравнении с показателями других отраслей данное значение позволяет отрасли высоких технологий оставаться в числе наименее проигравших отраслей.

На основе проведенного анализа можно сделать выводы о том, что IPO для высокотехнологичных компаний является важным этапом в развитии компании как источник финансирования и создания репутации. Таким образом, можно прогнозировать оживление на рынке IPO высокотехнологичных компаний по мере претворения в жизнь государственных программ по поддержке высокотехнологичных компаний и стабилизации экономической ситуации в России.

Глава 3. Исследование между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией на примере российских высокотехнологичных компаний.

3.1. Методология и выбор объекта исследования

Оценка стоимости компании имеет огромное значение, в первую очередь, в следующих ситуациях: при выходе компании на биржу и при проведении сделок слияния-поглощения. В настоящей работе речь в первую очередь идет о формировании капитализации компании при проведении IPO. Определение стоимости компаний имеет первостепенное значение при его подготовке, так как позволит определить потенциальный доход от проведения IPO, а также принять решение о целесообразности его проведения.

В качестве методом оценки стоимости компании наряду с традиционными подходами (доходным, сравнительным, затратным) также используются современные методы оценки бизнеса, такие как опционный подход или метод остаточной чистой прибыли, которому будет посвящено дальнейшее исследование.

Данное исследование основывается на работах российских ученых-экономистов А. В. Бухвалова и Д. Л. Волкова, которые в своих работах анализируют связь между фундаментальной оценкой собственного капитала компании, которая рассчитывается при помощи модели остаточной чистой прибыли и рыночной капитализацией. В результате проведенных эмпирических исследований авторы убедились в том, что балансовая стоимость собственного капитала и величина остаточной прибыли, которые представляют составные части модели остаточной прибыли, способны объяснить рыночную цену акций российских компаний. По мнению ряда исследователей [Courteau, Kao, Richardson, 2001; Penman, Souginannis, 1998; Penman, Yehuda, 2003], на которых ссылаются авторы статьи, модель чистой прибыли более точно позволяет объяснить цены акций и их рыночную динамику более точно, чем другие используемые в данном случае модели, в том числе модель дисконтирования свободных денежных потоков или дисконтирования дивидендов.³⁴ В исследованиях данных авторов модель подтверждается на примере развитых рынков, а перед А. В. Бухваловым и Д. Л. Волковым стояла задача проверить данную модель на примере российского рынка. Авторы рассмотрели данные по 47 компаниям за два года (94 фирм-лет). По итогам исследования был получен коэффициент детерминации R^2 равный 0,6176 (скорректированный R^2 равен 0,6092), что доказывает наличие зависимости между

³⁴ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – с. 28.

исследуемыми показателями и применимость данной модели для прогнозирования капитализации компании.³⁵ Также стоит учитывать, что авторами данной статьи была принята общая для всех компаний ставка дисконтирования на собственный капитал, равная 30%, что так же снизило точность результатов.³⁶

Для дальнейшего исследования автором работы были выбраны высокотехнологичные компании российского рынка для проверки гипотезы о действенности данной модели в условиях рынка. В результате исследования будет представлена модель, отражающая корреляцию между капитализацией компании, сформированной биржевой оценкой, и стоимостью, рассчитанной методом остаточной стоимости. Таким образом, будет проверена действенность данной модели непосредственно для высокотехнологических компаний на российском рынке и о возможности её дальнейшего использования в практических целях для построения оценок и прогнозов стоимости компании.

Предпосылки модели

Существуют более ранние модели, посредством которых ученые оценивали рыночную стоимость компании. Некоторые модели позволяют лишь найти ставку доходности собственного капитала, другие – оценить компанию в целом.

1. Теория Модильяни-Миллера

Учеными Франко Модильяни и Мертоном Миллером была создана теория стоимости корпоративного финансирования и инвестирования. Авторами теории были сформулированы следующие постулаты:

- Рыночная стоимость любой фирмы не определяется структурой капитала, но зависит от капитализации ее ожидаемой доходности по ставке, которая соответствует ее группе: ученые поделили все компании на группы с эквивалентной доходностью так, что доходность акций внутри группы пропорциональна в соответствии с размером компании (то есть доходность одной единицы, например, доллара, внутри группы должна быть одинаковой).
- Ожидаемая отдача на долю акций равна ставке доходности чистого капитала группы, плюс премия за финансовый риск, равная соотношению заемного капитала к собственному, умноженному на разницу ставки доходности акции и безрисковой ставки.
- Структура капитала влияет на рыночную стоимость финансово зависимой фирмы через налоговый щит. Авторы пришли к выводу, что у долгового финансирования есть своё преимущество, которое заключается в снижении налога на прибыль. Как известно, далее это

³⁵ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – с. 36-37.

³⁶ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – с. 34.

исследование отразилось на формировании формулы ставки дисконтирования на инвестированный капитал, которая более известна как *WACC*.

2. Модель Гордона³⁷

Является простейшей моделью определения стоимости компании. Выглядит данная модель следующим образом:

$$V_t = \frac{D_1}{k-g}, \quad (1)$$

где

V_t – теоретическая стоимость акции;

D_1 – ожидаемый дивиденд очередного периода;

k – ставка дисконтирования;

g – ожидаемый темп прироста дивидендов.

Однако применение данной модели стоит назвать ограниченным, так как выплата дивидендов не всегда является достаточно показательной величиной для формирования стоимости акции.

3. Одноиндексная модель Шарпа³⁸

Данная модель является первой моделью, которая позволяет представить рыночную доходность при помощи линейной регрессии, которая может быть представлена как:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i, \quad (2)$$

где

R_m – рыночная доходность, обычно рассчитывается в соответствии с одним из фондовых индексов;

α_i – параметр уравнения регрессии;

β_i – коэффициент, описывающий недиверсифицируемый рыночный риск;

ε_i – член ошибки, отражающий специфический (диверсифицируемый) риск, которого инвестор может избежать.

4. Модель CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Модель ценообразования на капиталные активы основывается на одноиндексной модели и также принадлежит Шарпу. Эта модель является традиционной и наиболее часто используется для поиска ставки доходности на собственный капитал в целях оценки бизнеса.

В данном исследовании модель будет также использована для определения ставки доходности на собственный капитал в следующем виде:³⁹

³⁷ Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер. – с. 462.

³⁸ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – с. 27

$$R = R_f + \beta_{lev} * (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (3)$$

где

R – требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

R_f – безрисковая ставка дохода;

β_{lev} – коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране), рассчитывается на основе показателей акций для исследуемой отрасли;

R_m – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 – премия за риск малых предприятий;

S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании;

C – страновой риск.

Разность между среднерыночной доходностью и безрисковой доходностью (EMRP (Equity market risk premium) представляет собой разность R_m и R_f) является рыночной премией за риск вложения в рыночные активы, которые являются рисковыми. Рассчитывается как превышение доходности корпоративных акций над доходностью государственных ценных бумаг. Рыночная премия представляет собой дополнительный доход по отношению к безрисковым вложениям.

4. Многомерные регрессии и модели арбитражного ценообразования⁴⁰

Изначально все факторы носили макроэкономический характер, то есть стоимость фирмы формировалась через факторы, не связанные напрямую с деятельностью данной фирмы. Далее в модели были добавлены факторы, связанные с неоднородностью фирмы. Например, коэффициент B/M , где B – балансовая стоимость, а M – рыночная капитализация.

б) Ранние модели остаточной прибыли

Первые модели содержали ряд математических ошибок. Такие модели рассматривали не стоимость компании в целом, а стоимость одной акции. Так, в модели [Davis, Dunn, Williams, 1973] присутствует гетероскедастичность, то есть разномасштабность данных. Исправление данной модели при помощи корректировки на численность персонала в работе [Asbaugh, Olsson, 2002] выглядит недостаточно обоснованным.⁴¹

Формулировка модели остаточной чистой прибыли

³⁹ Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер. – С. 315.

⁴⁰ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – С. 28.

⁴¹ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – С. 29.

Модель остаточной чистой прибыли (residual earnings model – REM), в соответствии с которой фундаментальная ценность (стоимость, как принято говорить в отечественной литературе) есть сумма балансовой стоимости собственного капитала и дисконтированного потока остаточных чистых прибылей. Чистая прибыль в данном случае рассчитывается как чистая прибыль отчетного периода за вычетом альтернативных затрат на капитал.⁴²

Для проведения анализа можно использовать две модели: однофакторную и двухфакторную.⁴³

Однофакторная модель, сформулированная в работе А. В. Бухвалова, Л. Д. Волкова выглядит следующим образом:

$$Cap_i = \alpha_i + \beta_i \cdot V_i + \varepsilon_i, \quad (4)$$

где

Cap_i – рыночная капитализация на момент оценивания;

V_i – фундаментальная ценность собственного капитала;

α_i, β_i – параметры уравнения регрессии;

ε_i – случайный член.

В данном случае переменная V_i потребует дополнительных расчетов, которые основываются на финансовых показателях компании. Так, фундаментальная ценность представляет собой сумму балансовой стоимости капитала и перпетуитета остаточной прибыли.

Важно отметить, что при использовании модели делается допущение о постоянстве остаточной прибыли в следующих периодах. Таким образом, при применении данной модели к конкретной компании стоит оценивать её применимость к деятельности рассматриваемой компании. Объективно, такое предположение может быть сделано для компаний, деятельность которых отличается стабильностью, то есть для компаний с низким уровнем различных рисков, занимающих уверенное положение в отрасли, а также не совершала в данный период специфических сделок или вложений в расширение деятельности.

В виде формулы данный расчет представляется в следующем виде:

$$V_i = E_{i0} + \frac{RE_i}{kE}, \quad (5)$$

где

⁴² Волков Л. Д. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. / Л. Д. Волков. – СПб: Издательство «Высшая школа менеджмента», 2008 – С. 130.

⁴³ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – С. 35.

E_{i0} – балансовая стоимость собственного капитала на начало периода, по которому производится оценивание;

RE_i – остаточная чистая прибыль за тот период, по которому производится оценивание;

k_E – требуемая доходность на собственный капитал.

Остаточная чистая прибыль рассчитывается как чистая прибыль за вычетом затрат на капитал. Также стоит отметить, что данная модель позволяет использовать вместо показателя чистой прибыли показателя операционной прибыли. Данный показатель стоит использовать, когда на чистую прибыль влияют факторы, действие которых нужно исключить.

Двухфакторная модель необходима, чтобы рассмотреть более подробно влияние каждого из факторов на капитализацию компании. По мнению авторов работы, модель может быть представлена как:

$$Cap_i = \alpha_i + \beta_{1i} \cdot E_{i0} + \beta_{2i} \cdot \frac{RE_i}{k_E} + \varepsilon_i. \quad (6)$$

Для исследования была выбрана именно двухфакторная модель, которая позволит рассмотреть влияние факторов более подробно.

Авторы работы в качестве допущений указали следующие условия:⁴⁴

- Использование данных, полученных в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета
- Полученные данные были в долларах США, а далее пересчитывались авторами по курсу ЦБ на конкретную дату
- Использование неконсолидированной финансовой отчетности вместо консолидированной. Неконсолидируемая отчетность, по их мнению, публикуется компаниями раньше и, соответственно, вперед влияет на настроение инвесторов.
- Использование в модели ставки собственного капитала, равной 30%.

Однако для выполнения практической части дипломной работы не все данные предпосылки будут соблюдены. По решению автора дипломной работы будут включены следующие поправки:

- Данные, используемые в расчетах, получаются из данных консолидированной отчетности, составленной по международным стандартам финансовой отчетности. Данное положение было изменено в связи с тем, что неконсолидированная отчетность не отражает деятельность исследуемых компаний в полной мере и, таким образом, может привести к ошибочным результатам. Так, выбранные для исследования компании представляют собой

⁴⁴ Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – С. 30.

группу компаний, каждая из которых осуществляет сходную деятельность в различных регионах. Таким образом, для целостного представления данных деятельности компаний необходимо пользоваться данными, которые сформированы на основе показателей всех компаний группы. Также стоит отметить, что в настоящий момент временная разница в публикации отчетности, составленной по данным РСБУ и МСФО, является крайне незначительной. Зачастую данный временной промежуток составляет менее одной недели, что никак не способно повлиять на котировки акций и, соответственно, рыночную капитализацию.

- Ставка дисконтирования на собственный капитал будет рассчитана на основе модели САМР индивидуально для каждой компании для каждого рассматриваемого периода. Данное решение позволит получить более точные данные оценки фундаментальной ценности капитала, чем при дисконтировании чистой остаточной прибыли на единую ставку требуемой доходности на собственный капитал.
- Ставка ожидаемой доходности на собственный капитал предполагается равной ставке текущей доходности.
- В качестве показателя остаточной чистой прибыли RE_i принимается совокупный доход группы компаний, рассчитанный по данным МСФО и представленный в отчете о совокупном доходе, скорректированный на затраты на собственный капитал. Выбор был сделан в пользу данного показателя, так как именно этот показатель отражает окончательный финансовый результат группы компаний по итогам года.

Выбор объекта исследования

Актуальность отрасли определяется тем, что высокотехнологичные компании в настоящий момент являются наиболее активными участниками биржевого рынка. Согласно представленным выше данным, самые масштабные IPO в мире были проведены высокотехнологичными компаниями, в настоящий момент ряд компаний данной отрасли также планирует проведение IPO на биржах разных стран. В отношении России также можно отметить, что высокотехнологичные компании представляют одну из наиболее широко представленных на бирже отраслей, после сырьевых и металлургических компаний, составляющих основу российской экономики. Таким образом, исследование методов для прогнозирования капитализации компаний отрасли высоких технологий обладает практической полезностью для российских экономистов.

В качестве примеров высокотехнологичных компаний были выбраны компании подотрасли телекоммуникаций. Анализ такого рода будет наиболее показателен, так как три крупных телекоммуникационных компании, ведущих свою деятельность в России, провели

выход на IPO. Так, входят в котировальные списки входят следующие компании отрасли телекоммуникаций: ПАО «МТС», ПАО «ВымпелКом», ПАО «МегаФон».

Далее рассмотрим более подробную информацию о деятельности компаний, на примере которых выполняется исследование.

ПАО «МТС» («Мобильные ТелеСистемы»)

- МТС и ее дочерние компании оказывают услуги во всех регионах России, а также в Армении, Беларуси, Украине, Узбекистане и Туркменистане. Штаб-квартира компании расположена в Москве.
- Компания предоставляет услуги фиксированной связи и кабельного телевидения во всех федеральных округах России. Также компания реализует брендовые устройства и аксессуары МТС и программное обеспечение.⁴⁵
- Компания входит в десятку крупнейших операторов мира по размеру абонентской базы⁴⁶
- Компания вышла на IPO в 2000 году. Акции компании котируются на Нью-йоркской фондовой бирже. Крупнейшим акционером МТС является АФК «Система», которая владеет 53,5% акций оператора, порядка 46,5% акций находятся в свободном обращении.⁴⁷
- Выручка Группы выросла в 2016 году на 2,1% и составила 435,7 миллиарда рублей. Чистая прибыль Группы за год незначительно сократилась до 48,5 миллиарда рублей⁴⁸
- В 2017 году прогнозируется стабильное положение компании. По оценкам внутренних аналитиков выручка в 2017 году будет меняться в пределах +/- 2%.⁴⁹

ПАО «ВымпелКом» («Вымпел-Коммуникации»)

- Компания оказывает услуги под маркой «Билайн» в странах СНГ, под таким названием она широко известна в том числе и в России.
- ПАО «ВымпелКом» — российская компания международной коммуникационной группы «VimpelCom Ltd.», работающей для более чем 200 миллионов клиентов в 13 странах мира. VimpelCom оказывает услуги голосовой связи, фиксированного и мобильного интернет-доступа и предоставляет клиентам digital-сервисы, услуги для целей эфирного и кабельного вещания. Также под своей маркой компания выпускает мобильные телефоны и ряд других товаров.⁵⁰

⁴⁵ URL: <http://www.company.mts.ru/> (Дата обращения: 14.04.2017)

⁴⁶ URL: <http://www.company.mts.ru/> (Дата обращения: 14.04.2017)

⁴⁷ URL: <http://www.company.mts.ru/> (Дата обращения: 14.04.2017)

⁴⁸ Пресс-релиз. Финансовые результаты Группы МТС за четвертый квартал 2016 года и за весь 2016 год. URL: http://static.mts.ru/uploadmsk/contents/1670/21032017_fin_res_Q4_2016.pdf (Дата обращения: 14.04.2017)

⁴⁹ Пресс-релиз. Финансовые результаты Группы МТС за четвертый квартал 2016 года и за весь 2016 год. URL: http://static.mts.ru/uploadmsk/contents/1670/21032017_fin_res_Q4_2016.pdf (Дата обращения: 14.04.2017)

⁵⁰ URL: <http://spb.beeline.ru/about/about-beeline/> (Дата обращения: 15.04.2017)

- Группа «VimpelCom Ltd.» образовалась в 2010 году после объединения с украинской компанией «Киевстар» и включает в себя телекоммуникационные компании, которые ведут деятельность в странах СНГ, Италии, Алжира, Пакистана, Бангладеша и Лаоса. С 2017 года группа «VimpelCom Ltd.» приняла решения о смене названия бренда на «Veon Ltd.». Штаб-квартира располагается в Амстердаме, а компания зарегистрирована на Бермудских островах.⁵¹
- Акции компании торговались на Нью-йоркской фондовой бирже с 1996 года, позже компания сменила биржу на NASDAQ.
- Выручка в 2016 году снизилась на 1,6% по сравнению с отчетом о финансовых результатах за 2015 год и оценивается в 272,4 млрд. руб., а чистая прибыль снизилась на 40 процентов по отношению к предыдущему периоду и составила почти 18,8 млрд. руб.⁵²
- Таким образом, компания находится в стабильном финансовом состоянии и планирует развиваться в том выбранном к настоящему моменту направлении.

ПАО «МегаФон»

- «МегаФон» — федеральный оператор связи, занимающий ведущие позиции на телекоммуникационном рынке в России и мире. Компания и её дочерние предприятия работают во всех регионах России, в республиках Абхазия, Южная Осетия и Таджикистан.
- По итогам 2015 года общая абонентская база насчитывала более 76,8 миллионов человек.⁵³
- IPO компании состоялось в 2012 году на Лондонской бирже. Таким образом, из рассматриваемых компаний «МегаФон» вышел на биржу позже остальных.
- Основными акционерами компании «МегаФон» являются компании группы USM Holdings Limited и компании группы Telia Company Group. Остальные акции принадлежат 100%-ному дочернему обществу Компании. Акции, находящиеся в свободном обращении на публичном рынке, составляют приблизительно 14,59% от общего количества размещённых акций.⁵⁴
- Выручка компании в 2016 году достигла 316, 3 млрд. рублей, увеличившись на 0,9% по сравнению с 2015 годом. В то же время чистая прибыль сократилась на 34,7% за рассматриваемый период и составила почти 25,6 млрд. руб.

⁵¹ URL: <https://www.vimpelcom.com/> (Дата обращения: 15.04.2017)

⁵² Годовая бухгалтерская отчетность ПАО «ВымпелКом» за 2016 год. URL: http://static.beeline.ru/upload/images/Financial%20statements_RAS_PJSC%20VC_2016.pdf (Дата обращения: 15.04.2017)

⁵³ URL: <https://corp.megafon.ru/about/megafon/> (Дата обращения: 16.04.2017)

⁵⁴ URL: <https://corp.megafon.ru/about/megafon/> (Дата обращения: 16.04.2017)

- Положение компании оценивается как стабильное, высоких рисков для деятельности компании не обнаружено, таким образом, для компании могут быть построены прогнозы.

Данные компании осуществляют свою деятельность на рынке длительное время, обладают относительно стабильными финансовыми показателями и потоками денежных средств, что позволяет применять стандартные методы оценивания стоимости рассматриваемых компаний, основанные на базе текущих показателей их деятельности. В отношении данных компаний отсутствует необходимость применения опционного подхода, который в настоящий момент считается одним из наиболее точных при оценивании высокотехнологичных компаний, которые находятся в стадии роста. Опционный подход необходимо использовать и в том случае, если в будущем ожидаются события способные значительным образом повлиять на результаты деятельности компании или в том случае, когда компания планирует реализовать крупный проект, будущий результат которого трудно предсказуем.⁵⁵ Так, данный метод зачастую используется по отношению к высокотехнологичным компаниям-единорогам, которые в настоящий момент активно покоряют мировые биржи. Однако в случае с вышеупомянутыми компаниями такой необходимости не возникает, именно поэтому можно воспользоваться моделью остаточной стоимости для проведения исследования.

3.3. Построение корреляционно-регрессионных моделей для исследуемых компаний и их проверка

Модель CAPM: общие данные

Таблица 1

Сведения о β_{unlev} в секторе телекоммуникаций

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Комментарий
β_{unlev}	0,66	0,64	0,66	0,62	0,57	0,69	0,69	Betas by Sector (US): Telecom. Services, Unlevered beta
tax	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	Ставка налога на прибыль

Источники: URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (Дата обращения 28.03.2017) ; URL: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html (Дата обращения 28.03.2017)

Расчет β_{lev} будет произведен для каждой компании в отдельности, так как автором принято решение производить корректировку на уровень долгосрочной задолженности, присущий конкретной компании, так как он способствует более точным расчетам.

⁵⁵ Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер. – с. 1102.

$$\beta_{lev} = \beta_{unlev} \cdot \left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E}\right), \quad (7)$$

При расчете β_{lev} было принято использовать соотношение собственных и заемных средств, характерное для каждой отдельной компании, а не для отрасли в целом. Данное решение было принято с целью более точно определить ставку на собственный капитал. Средние значения по отрасли в России не являются показательными, так как число компаний в сфере телекоммуникаций в стране относительно мало, а использование данных, рассчитанных по компаниям США, кажется неприменимым и нецелесообразным для российского рынка.

Таблица 2

Компоненты модели CAPM

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Комментарий
EMPR= Rm-Rf	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	Stocks - T.Bonds, geometric average 2007-2016
Rf	2,76%	2,61%	2,55%	3,63%	2,47%	2,67%	4,17%	20-year Treasury Constant Maturity
S1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Риск отсутствует: крупная компания
S2	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	Расчет ниже, идентичный для всех компаний
C	3,55%	3,92%	2,85%	2,40%	1,73%	2,25%	2,25%	Russia country risk premium ⁵⁶

Источники: URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (Дата обращения 28.03.2017) ; URL: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html (Дата обращения 28.03.2017); URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (Дата обращения 28.03.2017); URL: <http://www.economagics.com/em-cgi/data.exe/fedbog/tcm20y> (Дата обращения 28.03.2017).

Таблица 3

Расчет фактора риска для S2

Фактор	Уровень	Баллы
Зависимость от ключевых сотрудников	Средняя	1
Корпоративное управление	Средняя	1
Зависимость от ключевых поставщиков	Низкая	0
Зависимость от потребителей продукции	Средняя	1
Итоговая корректировка от 0% до 5%	2%	0,375

⁵⁶ URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html /(Дата обращения: 30.03.2017); URL: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html /(Дата обращения: 15.04.2017)

Источник: экспертное мнение, основанное на данных о деятельности компаний, представленные на официальных сайтах компаний.

Далее производится конечная корректировка. Она необходима в связи с тем, что полученная ставка дисконтирования является ставкой доходности для денежного потока, выраженного в долларах США. Однако все показатели, используемые в дальнейших расчетах, номинированы в рублевом эквиваленте.

Корректировка выглядит следующим образом

$$R_{RUB} = (1 + R_{USD}) \cdot \frac{1+r_{RUB}}{1+r_{USD}} - 1, \quad (8)$$

где

- R_{rub} — ставка дисконтирования, номинированная в рублях;
- R_{usd} — ставка дисконтирования, номинированная в долларах США;
- r_{rub} — доходность по рублевым государственным облигациям России;
- r_{usd} — доходность по еврооблигациям России, номинированным в долларах США.

В качестве рублевых государственных облигаций используются облигации федерального займа с максимально длинной датой погашения, а в качестве еврооблигаций - государственные облигации внешнего облигационного займа Россия с тем же сроком погашения. Данная пара облигаций так же зачастую носит название индикаторов денежного рынка. Так, в данном случае использованы облигации преимущественно с 30-летним сроком погашения.

Таблица 4

Сведения о доходности облигаций федерального займа и евробондов

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
r_{rub}	8,28%	10,17%	10,84%	7,40%	8,15%	8,16%
r_{usd}	2,43%	3%	5,71%	5,43%	5,72%	5,00%

Источники: URL: <http://www.rusbonds.ru> (Дата обращения 1.04.2017); URL: <http://expert.ru> (Дата обращения 1.04.2017).

Далее приводятся расчеты, необходимые для построения модели, произведенные непосредственно для каждой компании по отдельности.

МТС

Ниже представлены данные, полученные из отчетностей компании за рассматриваемый период. Отчетность компании находится в открытом доступе, так как компания является публичным акционерным обществом и имеет законодательно установленную обязанность раскрытия отчетности в открытом доступе.

Таблица 5

Балансовые показатели компании МТС

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011*
Е на конец года, млн. руб.	143 948	168 371	178 622	156 053	113 991	114 960
D**, млн. руб.	272 977	327 097	281 302	224 677	225 284	293 122
D/E	1,90	1,94	1,57	1,44	1,98	2,55
P, млн. руб.	48 450	47 404	60 557	78 485	27 732	46 490
RE, млн. руб.	25 679	8 916	32 983	61 956	4 924	42 077

Источник: консолидированная финансовая отчетность компании URL: <http://www.company.mts.ru/comp/ir/report/> (Дата обращения: 2.04.2017)

*Данные отчетности за 2011 год представлены в долларах США, поэтому были пересчитаны по курсу ЦБ на дату расчета данного показателя.

** В качестве показателя в данном случае используется долгосрочная дебиторская задолженность (итог по IV разделу баланса), так как это является одной из предпосылок модели CAPM.

Таблица 6

Расчет ставки доходности на собственный капитал для компании МТС

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
β_{lev}	2,32	2,27	2,15	1,95	2,04	2,79
R usd	13,52%	13,64%	12,22%	12,40%	10,77%	13,21%
R rub	20,01%	21,55%	17,67%	14,50%	13,32%	16,61%

Составлено по данным, представленным в таблицах выше.

Таблица 7

Компоненты корреляционно-регрессионной модели для компании МТС

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Е на начало года, млн. руб.	168 371	178 622	156 053	113 991	171 281	165 674
Перпетуитет остаточной прибыли	189 882	41 378	186 665	427 296	36 981	114 160
Фундаментальная ценность СК (Vi), млн. руб.	358 253	220 000	342 718	541 287	208 263	279 834
Рыночная капитализация, млн. руб.	517 580	419 660	337 826	655 788	491 601	361 058

Составлено по: Консолидированная финансовая отчетность компании URL: <http://www.company.mts.ru/comp/ir/report/> (Дата обращения: 2.04.2017)

Расчет рыночной капитализации был произведен исходя из количества акций в обращении и стоимости акции на 31 декабря каждого года.

Таблица 8

Расчет рыночной капитализации

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Курс акции, руб.	259	210	169,05	328,16	246	183,19
Акции в обращении, тыс. штук	1 998 381	1 998 381	1 998 381	1 998 381	1 998 381	1 970 953
Капитализация на 31.12, млн. руб.	517 580	419 660	337 826	655 788	491 601	361 058

Составлено по: Консолидированная финансовая отчетность компании

URL: <http://www.company.mts.ru/comp/ir/report/> (Дата обращения: 2.04.2017)

Далее, воспользовавшись прикладным математическим пакетом Gretl, построим корреляционно-регрессионную модель.

Таблица 9

Корреляционно-регрессионная модель для компании МТС

Модель МНК по наблюдениям 2011-2016 (T=6).

Зависимая переменная: Cap

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение
const	680660	1,32616e+06	0,5133	0,6432
E	-1,67332	7,17752	-0,2331	0,8307
perp_RE	0,307003	1,15630	0,2655	0,8078

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

Обозначения в модели:

Cap – рыночная капитализация;

E – собственный капитал;

Perp_RE – перпетуитет чистой прибыли.

Таблица 10

Проверка гипотезы

Среднее зав. перемен	465 586,2	Ст. откл. зав. перемен	120 680,7
Сумма кв. остатков	3,90e+10	Ст. ошибка модели	114 053,8
R-квадрат	0,464086	Испр. R-квадрат	0,106810
F(2, 3)	1,298956	P-значение (F)	0,392322
Лог. правдоподобие	-76,30074	Стат. Дарбина-Вотсона	2,317542

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

P-значение — это наименьшая величина уровня значимости, при которой нулевая гипотеза отвергается для данного значения статистики критерия T:

$$p(T) = \min\{\alpha: T \in \Omega_\alpha\},$$

где Ω_α — критическая область критерия.

Нулевая гипотеза заключается в следующем: между независимыми регрессорами и зависимой переменной связь отсутствует, то есть все коэффициенты равны 0 (или незначимы). Альтернативная гипотеза предполагает, что все коэффициенты модели значимы. Для того чтобы проверить гипотезу, необходимо сравнить полученное Р-значение модели с уровнем значимости.

Коэффициенты являются значимыми при $\alpha > 0$ в том случае, когда Р-значение ниже α , то есть когда нулевая гипотеза о незначимости коэффициентов модели отвергается. В данном случае принимаем $\alpha=0,05$. Р-значение для модели в целом подтверждает необходимость принятия нулевой гипотезы. Таким образом, мы должны её принять, что означает в том, что мы убедились в отсутствии линейной зависимости между исследуемыми показателями. То есть, в данном случае показатели фундаментальной ценности компании МТС не позволяют объяснить формирование рыночной капитализации компании.

Таким образом, можно сделать вывод, что на протяжении рассмотренного периода времени балансовая стоимость собственного капитала и величина остаточной чистой прибыли не являются основными факторами, определяющими рыночную капитализацию компании. Тем не менее, исследовав модель на примере только лишь одной компании на ограниченном промежутке времени нельзя сделать вывод о непригодности модели для применения российскими компаниями при прогнозировании капитализации и выявлении взаимосвязи между биржевой стоимостью компании и финансовыми показателями компании.

Также можно выявить ряд объяснений, которые ответят на вопрос, почему данная модель не показала взаимосвязи между капитализацией компании и её фундаментальной ценностью.

Так, в данной модели могут оказаться неучтенными следующие факторы, характеризующие компанию МТС.

- В предкризисный период компании отрасли высоких технологий пользовались значительным спросом у инвесторов, так как считались высокоперспективными, а также недостаточно оцененными, что привело к буму спроса на акции IT-компаний и, соответственно, росту их цен. В настоящий момент данная отрасль также считается достаточно перспективной и привлекательной для инвестирования. Однако данная модель не позволяет учесть качественных факторов, базируясь только лишь на реальных финансовых показателях. Однако в исследуемой отрасли качественные показатели имеют значительно

большой вклад в формирование рыночной капитализации, тем более, в периоды экономической нестабильности.

- В данный промежуток входит период 2013-2014 годов, который характеризуется кризисными явлениями в экономике страны. Так, учитывая, что расчет происходит на 31 декабря каждого периода, достаточно вспомнить, что происходило в экономике в тот период. Таким образом, показатель совокупного дохода, скорректированный на потери по курсовым разницам, мог в большей степени отражать негативное состояние экономики в тот период времени, а не реальные финансовые результаты компании. Возможно, использование большего числа наблюдений в течение одного года способно более точно осветить сложившуюся на рынке ситуацию.
- Высокий уровень выплачиваемых дивидендов, особенно высоким он был в 2015 году, что может повлиять на рост цены акций и, соответственно, на рост рыночной капитализации, при этом не сказываясь в столь сильной мере на финансовых показателях, то есть на показатель чистой прибыли.
- МТС в последние годы осуществляет активную политику по усовершенствованию инфраструктуры и присоединения региональных компаний, осуществляющих свою деятельность в отрасли телекоммуникаций. Такая деятельность способна повысить инвестиционную привлекательность компании, однако на исследуемых показателях, в первую очередь – на чистой прибыли, она сказывается негативно, снижая данный показатель.
- В группу компаний входит ряд компаний, осуществляющих свою деятельность в других странах СНГ, таким образом, ставка капитализации по отношению к доходам, полученным от данных подразделений, может отличаться от ставки, рассчитанной для компании с предположением о ведении деятельности в РФ.
- Также данная модель не способна учесть и другие качественные показатели, которые не были указаны выше, в том числе репутацию компании, место отрасли на рынке, ожидания инвесторов относительно будущего данной конкретной компании или отрасли в целом.

Для того чтобы проверить модель остаточной прибыли на большем числе примеров, рассмотрим её применение на других компаниях отрасли.

Вымпелком

Данная компания отличается от других тем, что принадлежит группе компаний, которая состоит из компаний, которые ведут свою деятельность в различных странах. Таким образом, данная особенность компании затрудняет её оценку и может привести к менее точным результатам. Проблема заключается в том, что акции компании, которые котируются

на NASDAQ, отражают деятельность группы компаний в целом, а не только российской компании, которая в настоящий момент состоит из большого числа компаний, а не одной единственной, как это было в 1996 году, в момент выхода компании на IPO.

Таким образом, наиболее логичным вариантом будет провести оценку взаимосвязи рыночной капитализации и фундаментальной ценности группы компаний. Ниже приведены показатели деятельности, которые отражают результаты деятельности группы компаний и получены из консолидированной финансовой отчетности. Образование международной группы произошло в 2010 году, поэтому было принято решение о том, что в работе в качестве исследуемого периода будет принят период с 2011 по 2016 год.

Таблица 11

Балансовые показатели компании Вымпелком

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
E, млн.\$	6 129	3 894	3 941	9 078	15 372	14 902
D, млн. \$	8 593	8 944	26 501	29 291	28 067	28 192
D/E	1,40	2,30	6,72	3,23	1,83	1,89
P, млн.\$	2 506	-551	-903	- 4 088	1 877	-735
RE, млн.\$	1 814	-1 355	-2 489	-6 412	116	-1 498

Составлено по: URL: <https://www.vimpelcom.com/Investor-relations/Reports--results/Results/> (Дата обращения: 5.04.2017)

Таким образом, можно видеть, что за некоторые исследуемые периоды у компании наблюдается убыток, что может сказаться на итоговом результате.

Далее приведен расчет ставки доходности на собственный капитал с учетом предположения, что Вымпелком является российской компанией. Данное предположение основывается на том, что выручка, полученная от реализации товаров и услуг в России, составляет около половины всех доходов компании, а также восприятие компании, как российской, какой она являлась большую часть своего существования.

Таблица 12

Расчет ставки доходности на собственный капитал для компании Вымпелком

Год	2016	2015	2014*	2013	2012	2011
β_{lev}	1,40	1,82	2,07	2,22	1,40	1,73
R \$	0,12	0,13	0,12	0,13	0,09	0,11
R rub	0,18	0,20	0,17	0,15	0,12	0,14

Источник: расчеты, проведенные автором работы на основе приведенных выше данных.

Таблица 13

Доля России в выручке компании Вымпелком

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Выручка, млн. \$	8 885	8 724	19 627	22 546	23 061	19 579
Выручка Россия, млн. \$	4 097	4 583	7 459	9 019	9 102	8 982
Доля России в общей выручке	0,46	0,53	0,38	0,40	0,3	0,46

Источник: Консолидированная финансовая отчетность компании URL: <https://www.vimpelcom.com/Investor-relations/Reports--results/Results/> (Дата обращения: 5.04.2017)

Таблица 14

Компоненты корреляционно-регрессионной модели для компании Вымпелком

Год	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Е на начало года, \$	3 894	3 941	9 078	15 372	14 902	5 410
Перпетуитет остаточной прибыли	10 209	-6 639	14 244	-42 402	986,92	-10 616
Фундаментальная ценность СК (Vi), млн. руб.	14 104	-2 699	-5 167	-27 031	15 889	-5 206
Рыночная капитализация, млн. руб.	6 763	5 762	7 360,70	22 784,80	18 305,14	16 636,24

Составлено по: Консолидированная финансовая отчетность компании URL: <https://www.vimpelcom.com/Investor-relations/Reports--results/Results/> (Дата обращения: 5.04.2017); URL: <https://www.vimpelcom.com/Investor-relations/Share-information/Share-ownership/> (Дата обращения: 5.04.2017)

*В 2014 году отношение D/E слишком высокое, чтобы рассчитывать β_{lev} , опираясь на него. Данное отношение обусловлено тем, что в 2014 году происходил значительный объем сделок слияния-поглощения, который повлиял на уровень задолженности компании. Таким образом, было принято решение заменить реально рассчитанный показатель на среднее значение между 2014 и 2012 годом.

Таблица 15

Корреляционно-регрессионная модель для компании МТС

Модель МНК, использованы наблюдения 2011-2016 (T = 6)

Зависимая переменная: Cap

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение
const	4194,24	4771,38	0,8790	0,4441
E	0,879680	0,558932	1,574	0,2136
perp__RE	-0,0985293	0,164749	-0,5981	0,5919

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

Таблица 16

Проверка гипотезы

Среднее зав. перемен	12935,40	Ст. откл. зав. перемен	7213,436
Сумма кв. остатков	91313653	Ст. ошибка модели	5517,054
R-квадрат	0,649021	Испр. R-квадрат	0,415035
F(2, 3)	2,773757	P-значение (F)	0,207932
Лог. правдоподобие	-58,12779	Стат. Дарбина-Вотсона	1,117872

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

Далее необходимо также проверить значимость полученной модели. Коэффициенты является значимыми при $\alpha > 0$ в том случае, когда Р-значение ниже α , то есть когда нулевая гипотеза о незначимости коэффициентов модели отвергается. В данном случае принимаем $\alpha=0,05$. Р-значение для модели в целом подтверждает необходимость принятия нулевой гипотезы. Таким образом, мы должны её принять, что означает в том, что мы убедились в отсутствии линейной зависимости между исследуемыми показателями. То есть, в данном случае показатели фундаментальной ценности компании Вымпелком также не позволяют объяснить формирование рыночной капитализации компании. Полученный результат не является неожиданным, так как в данной модели было введено достаточно большое число предположений, которые в результате привели к полученным результатам, выражающим отсутствие взаимозависимости.

Так, в отношении данной компании на результат в первую очередь могли повлиять следующие факторы:

- В первую очередь стоит отметить, что по итогам некоторых лет, компания терпит убытки. Однако эти убытки связаны не с падением выручки от продажи товаров и услуг и не с кризисом, настигшим компанию, а с особенностями ведения бизнеса. Так, именно с 2011 года компания активно ведет политику по слияниям и поглощениям, что и привело к отрицательному финансовому результату. А также компания Вымпелком, как и компания МТС, вкладывает значительные средства в развитие инфраструктуры компании, что не может не отразиться на результатах деятельности компании. Очевидно, что модель, рассмотренная в данном исследовании, плохо подходит для убыточных предприятий. Для компаний с отрицательным финансовым результатом необходимо использовать другой подход, включая в расчет ретроспективные показатели.
- Так как капитализация относится к группе компаний в целом, следовательно, и показатели необходимо использовать из отчетности консолидированной отчетности. Однако группа компаний Вымпелком содержит в себе компании, которые расположены на разных

континентах, соответственно и ставка капитализации для их доходов должна быть различной, несмотря на тот факт, что изначально Вымпелком выходила на биржу в качестве российской компании и в настоящий момент большая часть выручки группы также формируется российским подразделением.

- Стоимость компании Вымпелком аналогично компании МТС имеет явно выраженную зависимость от ряда качественных факторов, которые модель не способна учесть. Данные факторы уже были упомянуты выше в параграфе.

Мегафон

Для компании расчеты производятся только с 2012 года, так как только в этом году компания вышла на IPO. Вся информация о финансовых результатах деятельности компании Мегафон за рассматриваемый период также доступна в открытом доступе на официальном сайте компании.

Таблица 17

Балансовые показатели компании Мегафон

Год	2016	2015	2014	2013	2012
Е на конец года, млн. руб.	124 123	147 751	157 833	138 305	117 873
D, млн. руб.	229 682	205 072	183 831	176 032	145 976
D/E	1,85	1,39	1,16	1,27	1,24
P, млн. руб.	25 589	39 216	37 000	51 770	44 274
RE, млн. руб.	- 1 514	10 995	14 177	31 601	3 392

Составлено по: URL: <https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/msfo/> (Дата обращения: 9.04.2017)

При расчете ставки доходности на собственный капитал были получены следующие показатели.

Таблица 18

Расчет ставки на собственный капитал для компании Мегафон

Год	2016	2015	2014	2013	2012
β_{lev}	1,64	1,35	1,28	1,25	1,1
Rusd	11,95%	11,51%	10,21%	10,78%	8,68%
R rub	18,34%	17,88%	16,50%	17,11%	14,89%

Составлено по: URL: <https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/msfo/> (Дата обращения: 9.04.2017)

Таблица 19

Компоненты для построения корреляционно-регрессионной модели

Год	2016	2015	2014	2013	2012
Е на начало года, млн. руб.	147 751	157 833	138 305	117 873	274 520
Перпетуитет остаточной прибыли	-8 254	61 494	85 915	184 697	22 778
Фундаментальная ценность СК (Vi), млн. руб.	115 868	209 245	243 748	323 002	140 651
Рыночная капитализация, млн. руб.	334 552	414 284	508 400	686 340	467800

Составлено по: URL: <https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/msfo/> (Дата обращения: 11.04.2017);URL: <http://corp.megafon.ru/investoram/stock/quotes/> (Дата обращения: 11.04.2017)

Более подробный расчет рыночной капитализации, основанный на числе акций в обращении и курсе на 31 декабря каждого года, представлен ниже.

Таблица 20

Расчет капитализации

Год	2016	2015	2014	2013	2012
Курс акции, руб.	539,60	668,20	820,00	1 107,00	754,00
Акции в обращении, тыс. штук	620 000	620 000	620 000	620 000	620 000
Капитализация на 31.12, млн руб.	334 552	414 284	508 400	686 340	467 480

Составлено по: URL: <https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/msfo/> (Дата обращения: 9.04.2017);URL: <http://corp.megafon.ru/investoram/stock/quotes/> (Дата обращения: 9.04.2017).

Таблица 21

Корреляционно-регрессионная модель для компании Мегафон

Модель. МНК, использованы наблюдения 2012-2016 (T = 5)

Зависимая переменная: Cap

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение
const	237070	73816,2	3,212	0,0848
Е	-1,31370	0,319809	-4,108	0,0545
perp__RE	1,96492	0,295062	6,659	0,0218

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

Таблица 22

Проверка гипотезы.

Среднее зав. перемен	482211,2	Ст. откл. зав. перемен	131328,6
Сумма кв. остатков	2,75e+09	Ст. ошибка модели	37101,37
R-квадрат	0,960095	Испр. R-квадрат	0,920189
F(2, 2)	24,05928	P-значение (F)	0,039905
Лог. правдоподобие	-57,41101	Стат. Дарбина-Вотсона	2,746033

Источник: Данные модели, построенной при помощи Gretl.

На первый взгляд, данная модель и её коэффициенты являются значимыми, если ориентироваться на статистику Фишера при сравнении её с уровнем значимости, равным 0,05.

Коэффициенты являются значимыми при $\alpha > 0$ в том случае, когда P-значение ниже α , то есть когда нулевая гипотеза о незначимости коэффициентов модели отвергается. В данном случае принимаем $\alpha=0,05$. P-значение для модели в целом подтверждает необходимость отвергнуть нулевую гипотезу. Таким образом, мы убедились в наличии линейной зависимости между исследуемыми показателями. То есть, в данном случае показатели фундаментальной ценности компании Мегафон позволяют объяснить формирование рыночной капитализации компании на 46%, о чём свидетельствует показатель R-квадрат. Важно понимать, что показатель R-квадрат, близкий к 50%, является достаточно высоким показателем, учитывая тот факт, что число объясняющих факторов в модели относительно мало.

Отдельные коэффициенты являются значимыми при разных уровнях значимости. Так, перпетуитет остаточной чистой прибыли значим при $\alpha=0,05$, в то время как константа и стоимость собственного капитала становятся значимыми только при уровне значимости $\alpha=0,1$, т. е. на 10% уровне.

Таким образом, уравнение множественной линейной регрессии имеет следующий вид:

$$Cap = 549711 + 4,18 * E + 1,09 * Perp_RE, (9)$$

где Cap – рыночная капитализация (зависимая переменная);

E – балансовая стоимость собственного капитала на начало периода;

Perp_RE – дисконтированная остаточная чистая прибыль;

E и Perp_R - независимые переменные (факторы).

Далее необходимо дать интерпретацию полученным коэффициентам. Коэффициент $b_0 = 549711$ показывает наличие прямой связи между направлениями изменения случайных

величин X_1 , X_2 и Y . Коэффициент $b_1 = 4,18$ показывает, что с увеличением стоимости собственного капитала на 1 долл., рыночная капитализация растет на 4,18 долл. (при неизменном значении других факторов). Данная зависимость объясняется вполне логичными факторами. Коэффициент $b_2 = 1,09$ показывает, что при увеличении остаточной чистой прибыли на 1 долл. рыночная капитализация увеличится на 1,9 долл. (при неизменном значении других факторов).⁵⁷

Стандартная ошибка регрессии равна 37101,37, то есть фактические значения рыночной капитализации могут отклоняться от прогнозируемых на 37101,37тыс. долл. Стандартные отклонения (ошибки) значений коэффициентов b_0 , b_1 и b_2 соответственно равны 73816,2, 0,319809 и 0,295062.⁵⁸

Также важно проверить отсутствие в модели автокорреляции, мультиколлинеарности и гетероскедастичности, которые могут привести к нарушениям в построении модели.

Для проверки наличия автокорреляции был использован тест Дарбина-Уотсона. Р-значение статистики Дарбина-Уотсона равно 0,590941, что говорит о том, что нет оснований отвергнуть гипотезу об отсутствии автокорреляции. Таким образом, можно сделать вывод об отсутствии автокорреляции в данной модели.

Тест Бреуша-Пагана является одним из методов для проверки гетероскедастичности. Тест Бреуша-Пагана на наличие гетероскедастичности дает р-значение, равное 0,841576, что также не дает оснований отвергнуть нулевую гипотезу о гомоскедастичности. То есть, остатки модели гомоскедастичны.

Мультиколлинеарность представляет собой ситуацию, когда один из регрессоров является линейной комбинацией остальных регрессоров. Точный критерий для обнаружения частичной мультиколлинеарности отсутствует. Основными предпосылками наличия мультиколлинеарности являются: высокая корреляция между регрессорами; определитель $X^T X$ не близок к нулю, где X – матрица регрессоров; наличие в модели большого количества статистически незначимых параметров.⁵⁹ Таким образом, нет оснований утверждать о наличии мультиколлинеарности: коэффициент корреляции между регрессорами равен 0,34 (то есть, они не коррелируют между собой в высокой степени), определитель матрицы $X^T X$ не близок к нулю, статистически незначимые параметры отсутствуют.

Так, можно сделать вывод о том, что данная модель отражает наличие зависимости между составными элементами фундаментальной ценности компании и её рыночной капитализацией. Таким образом, модель остаточной чистой прибыли действительно

⁵⁷ Доугерти, К. Введение в эконометрику: учебник / К. Доугерти. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С. 64, С.139.

⁵⁸ Доугерти, К. Введение в эконометрику: учебник / К. Доугерти. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С. 102.

⁵⁹ Магнус, Я. Р. Эконометрика. Начальный курс: учебник / Я. Р. Магнус, П. К. Катышев, А. А. Пересецкий. – М: Дело – С. 301.

позволяет в значительной степени объяснить формирование рыночной капитализации. То есть, на примере данной компании исследуемая модель эффективна в использовании.

Далее приведен ряд причин, объясняющих тот факт, что модель показала применимость только на одной из рассмотренных компаний:

- У компании Мегафон значительно меньшее число иностранных филиалов, чем у других компаний, что позволяет определять ставку капитализации для компании более точно.
- Доля выручки, которая приходится непосредственно на услуги телекоммуникаций у компании Мегафон выше, чем у других компаний, используемых для исследования.
- Показатель совокупного дохода за все исследуемые периоды у компании Мегафон показывал положительные значения.
- Компания Мегафон за рассматриваемый период совершила сравнительно малое число сделок M&A. Так, компания совершила крупную сделку по приобретению у холдинга Garsdale 100 % группы «Скартел/Йота» в 2013 году, в то время как остальные компании совершали значительно большее число сделок M&A, в том числе по приобретению иностранных активов. Так, факт проведения сделок очевидным образом отразился на финансовых показателях компаний.

Выводы на основе проведенного исследования

Таким образом, на основании проведенных исследований можно сделать вывод о том, что модель остаточной чистой прибыли может использоваться с рядом ограничений, в противном случае использование данной модели неэффективно. Перечень ограничений в использовании модели, выявленных в ходе проводимого исследования, приведен ниже:

- Ставка капитализации может быть рассчитана более точно в том случае, если компания осуществляет деятельность в одной конкретной стране и данная деятельность относится к одной отрасли.
- Деятельность компании является прибыльной на протяжении периода исследования. То есть, вероятнее всего, для стартапов данный способ прогнозирования капитализации будет менее эффективен.
- Для компаний производственных отраслей данный метод обладает более высокой эффективностью, так как в данной отрасли значение собственного капитала отражает более точно положение дел компании. То есть, данный метод для высокотехнологичных компаний зачастую может приводить к неточным результатам, что и было доказано в результате исследования.

- Еще одним фактором, снижающим точность модели, может стать значительный объем инвестиций, совершаемый в конкретный период времени. Так, инвестиции способны негативно отразиться на показателях отчетности, однако данное вложение совершается зачастую с целью расширения бизнеса или усовершенствования инфраструктуру, основных средств или методов ведения бизнеса, что не должно в действительности отрицательно сказаться на капитализации компании.
- Отсутствие значительных внешних факторов, влияющих на показатели деятельности компании. К числу таких факторов могут быть отнесены такие как экономический кризис в стране или отрасли или ожидания инвесторов. Данные факторы способны снизить точность модели.

Таким образом, модель остаточной чистой прибыли является наиболее подходящей для крупных стабильных компаний, чья деятельность сфокусирована на конкретной отрасли в конкретной стране.

Заключение

В ходе работы были рассмотрены как основные теоретические аспекты проведения первичного размещения акций на бирже, так и практические особенности, такие как преимущества данного способа финансирования деятельности, выбор биржи для размещения и определение подходящего момента для проведения IPO. Таким образом, можно сделать вывод о том, что IPO имеет ключевое значение для компаний, достигших определенного размера и преследующих определенные цели по расширению деятельности, формированию положительной репутации, выходу на новые рынки и ряд других. Несмотря на то, что IPO требует существенных временных и денежных затрат на его проведение, данная процедура позволяет привлекать крупные объемы средств, которые позволяют компании вложить в осуществление запланированных инвестиционных проектов или расширить масштабы деятельности, не прибегая к увеличению объемов заемных средств.

Российский рынок IPO может быть охарактеризован как развивающийся. Тем не менее, несмотря на то, что объемы акций российских компаний на открытом рынке относительно малы в сравнении с рынками США и развитых европейских держав, процедура IPO имеет высокую значимость для деятельности крупнейших российских компаний в различных отраслях, хотя и здесь стоит отметить проявление сырьевой направленности нашей страны. В настоящий момент наблюдается охлаждение активности российских компаний в проведении процедуры IPO. Причинами этого может служить снижение котировок российских компаний, чьи акции уже обращаются на бирже, а также недостаток средств на проведение выхода на IPO в текущих условиях. Данная тенденция наблюдается не только на российском рынке, но и на рынках многих стран с высоким уровнем развития фондового рынка. Однако согласно прогнозам аналитиков и планов самих компаний, в результате стабилизации экономической ситуации в России, ряд развивающихся российских компаний будет заинтересован в проведении IPO.

Отдельное внимание в работе уделяется компаниям высокотехнологичной отрасли. Данная отрасль в последние годы развивалась особенно быстрыми темпами, несколько крупнейших мировых IPO были произведены именно компаниями, работающими в сфере высоких технологий. Отрасль высоких технологий вызывает особый интерес, так как такие компании обладают рядом специфических черт: низкий объем материальных активов, высокие темпы роста, постоянное внедрение научно-технологических усовершенствований, более высокая степень риска для деятельности компаний. Российские компании рассматриваемой отрасли начали вести активную деятельность на бирже в течение последних 5-6 лет. Общее охлаждение на рынке IPO коснулось и высокотехнологичных компаний, тем не менее, в

целом ситуация в отрасли высоких технологий значительно лучше чем в ряде других отраслей: зафиксирован общий рост котировок по отрасли.

На основе проведенного анализа можно сделать выводы о том, что IPO для высокотехнологичных компаний является важным этапом в развитии компании как источник финансирования и формирования положительной репутации. Таким образом, можно прогнозировать оживление на рынке IPO высокотехнологичных компаний по мере претворения в жизнь государственных программ по поддержке высокотехнологичных компаний и стабилизации экономической ситуации в России.

Также одной из задач выпускной квалификационной работы являлось исследование актуальности использования модели остаточной чистой прибыли для прогнозирования рыночной капитализации компании. Данная модель предполагает, что основными факторами, объясняющими значение капитализации, является значение её собственного капитала на начало периода и значение чистой прибыли за исследуемый период, дисконтируемый на ставку собственного капитала. В качестве ставки собственного капитала было принято решение использовать модель CAPM, которая, по мнению автора, является наиболее точной при расчете ставки дисконтирования.

Данная модель была рассмотрена на примере компаний, представляющих отрасль телекоммуникаций в России. Так, были построены корреляционно-регрессионные модели для компаний «МТС», «Вымпелком» и «Мегафон». Акции всех рассмотренных компаний котируются на бирже, что позволило сравнить расчетную капитализацию с рыночной капитализацией. В результате проведенного исследования было выявлено, что модель остаточной чистой прибыли является адекватной только для компании Мегафон, для остальных исследуемых компаний модели не показали наличия связи между показателями рыночной капитализации и фундаментальной ценности. Так, в результате анализа были выявлены факторы, влияющие на адекватность модели, которые следует учитывать при использовании модели с целью прогнозирования капитализации компании. В качестве результата исследования стоит отметить, что наиболее подходящей данная модель является для относительно крупных прибыльных компаний, деятельность которых направлена на конкретную отрасль в конкретной стране. Также стоит учитывать наличие внешних факторов, которые могут иметь воздействие на капитализацию компании, при этом не имеют влияния на показатели отчетности.

Список использованных источников

- 1) Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. "О рынке ценных бумаг"// URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (Дата обращения: 15.10. 2016)
- 2) Абрамишвили Н.Р., Львова Н.А. Финансовая диагностика инновационных компаний: методический аспект // Проблемы современной экономики. 2013. № 2 (46). С. 164-168.
- 3) Балакирев, Н. Н. Процедура проведения IPO в России: учеб. пособие / Н. Н. Балакирев, Л. П. Давиденко / М.: Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики», 2013. — 65 с.
- 4) Берзон Н. И., Теплова Т. В. // Финансовый менеджмент / Газман В. Д., Бобылева А. З., Степина А. Ф., Столяров А. И., Петрикова И. В., Григорьева Т. И / Под общ. ред.: Н. И. Берзон, Т. В. Теплова. - М. : КноРус, 2013.- 273 с.
- 5) Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов: монография / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.
- 6) Бухвалов, А. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. Бухвалов, Д. Волков // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 8, Менеджмент. – 2005. № 1. – С. 26 – 43.
- 7) Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса: учебник – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 567 с.
- 8) Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема эквивалентности // Вестн. С-Петерб. ун-та Сер. Менеджмент. 2004а. Вып. 3. С. 3-35.
- 9) Волков Д. Л. Управление стоимостью компаний и проблема выбора адекватной модели оценки // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2004б. Вып. 4. С. 79-98.
- 10) Волков Л. Д. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. / Л. Д. Волков. – СПб: Издательство «Высшая школа менеджмента», 2008 – 318 с.
- 11) Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж в Лондоне, Нью-Йорке и Гонконге / PWC, 2015. – 8 с. / https://www.pwc.kz/en/publications/new_publication_assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf (Дата обращения: 17.10. 2016)
- 12) Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний: монография / С. В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007. – 259 с.
- 13) Геддес, Р. IPO и последующее размещение акций: монография / Р. Геддес. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2007. – 352 с.
- 14) Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер. – 1216 с.
- 15) Доугерти, К. Введение в эконометрику: учебник / К. Доугерти. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 402 с.
- 16) Дубровин В.В. Концепция оценки стоимости высокотехнологичной компании на различных этапах развития. // Фондовый рынок России: теория и практика развития. – М.: ГУ-ВШЭ, 2006. – с. 121-140.
- 17) Дубровин В.В. Оценка стоимости высокотехнологичной компании на различных этапах развития. // Фондовый рынок: современное состояние, институты и тенденции развития фондового рынка. – М.: ГУ-ВШЭ, 2007. – с. 45-51.
- 18) Лукашев, А.В. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А. Лукашев, А. Могин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 361 с.
- 19) Магнус, Я. Р. Эконометрика. Начальный курс: учебник / Я. Р. Магнус, П. К. Катыхов, А. А. Пересецкий. – М: Дело – 576 с.

- 20) Никифорова В. Д., Волкова Е. А., Макарова В. А. IPO - путь к биржевому рынку: монография / - В. Д. Никифорова, Е.А. Волкова, В. А. Макарова. СПб: Питер, 2008. – 197 с.
- 21) Обзор IPO российских компаний за 2005 – 2014 гг. / PWC, 2015. – 8 с. / URL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (Дата обращения: 30.10. 2016)
- 22) Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже / PWC, 2013. – 20 с. / URL: https://www.pwc.kz/en/publications/new_publication_assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf (Дата обращения: 15.10. 2016)
- 23) Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности / PWC, 2015. – 16 с. / <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/e-post-ipo-ru.pdf> (Дата обращения: 10.11. 2016)
- 24) Руководство ЕУ по публичному размещению акций / ЕУ, 2016. – 36 с. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf) (Дата обращения: 15.10. 2016)
- 25) 2013 Global IPO update – 20 с. / ЕУ, 2013 / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Global_IPO_yesar_end_update_2013/\\$FILE/EY-Year-End-Global-IPO-update-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Global_IPO_yesar_end_update_2013/$FILE/EY-Year-End-Global-IPO-update-2013.pdf) (Дата обращения: 20.10.2016)
- 26) 2016 IPO Report / WilmerHale, 2016. – 30 с. / http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2016-WilmerHale-IPO-Report.pdf (Дата обращения: 31.10. 2016)
- 27) Asbaugh H., Olsson P. An Exploratory Study of the Valuation Properties of Cross-Listed Firms' IAS and U. S. GAAP Earnings and Book Values // Accounting Review. 2002. Vol. 77. № 1. P. 107-126.
- 28) Davis E. G., Dunn D. M., Williams W. H. Ambiguities in the Cross-Section Analysis Per Share Financial Data // Journal of Finance. 1973. Vol. 28. № 5. P. 1241-1248.
- 29) Executing a successful IPO: Markets for technology / PWC, 2016. – 32 с. / <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/ipo-markets-for-technology.html> (Дата обращения: 30.10. 2016)
- 30) ЕУ Global IPO Trends 2014 Q4. – 16 с. / ЕУ, 2014 / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/\\$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf) (Дата обращения: 20.10. 2016)
- 31) ЕУ Global IPO Trends 2015 Q4 / ЕУ, 2015. – 16 с. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf) (Дата обращения: 20.10. 2016)
- 32) ЕУ Global IPO Trends 2016 Q2 / ЕУ, 2016. – 14 с. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-2016-2q/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-2016-2q.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-2016-2q/$FILE/ey-global-ipo-trends-2016-2q.pdf) (Дата обращения: 20.10. 2016)
- 33) ЕУ Global IPO Trends 2016 Q4 / ЕУ, 2016. – 14 с. / [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-2016-2q/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-2016-4q.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-2016-2q/$FILE/ey-global-ipo-trends-2016-4q.pdf) (Дата обращения: 10.03.2017)
- 34) URL: <http://ru.cbonds.info> (Дата обращения: 10.04.2017)
- 35) URL: <http://rbc.ru/> (Дата обращения: 31.10. 2016)
- 36) URL: <http://expert.ru> (Дата обращения: 9.04.2017)
- 37) URL: <http://moex.com/> (Дата обращения: 20.10. 2016)
- 38) URL: <http://pages.stern.nyu.edu/> (Дата обращения: 13.03.2017)
- 39) URL: <http://quote.rbc.ru/> (Дата обращения: 31.10. 2016)
- 40) URL: <http://spb.beeline.ru> (Дата обращения: 31.03. 2017)
- 41) URL: <http://spb.megafon.ru> (Дата обращения: 1.04.2017)
- 42) URL: <http://www.mts.ru> (Дата обращения: 30.03. 2017)
- 43) URL: <http://www.pwc.ru/> (Дата обращения: 1.02. 2017)
- 44) URL: <http://www.rusbonds.ru> (Дата обращения: 9.04.2017)
- 45) URL: <https://www.spark-interfax.ru> (Дата обращения: 1.04.2017)

- 46) URL: <https://www.vedomosti.ru> (Дата обращения: 3.11. 2016)
- 47) URL: <https://www.vimpelcom.com/> (Дата обращения: 1.04.2017)